



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het vierde kwartaal

## Verslag over het vierde kwartaal 2019

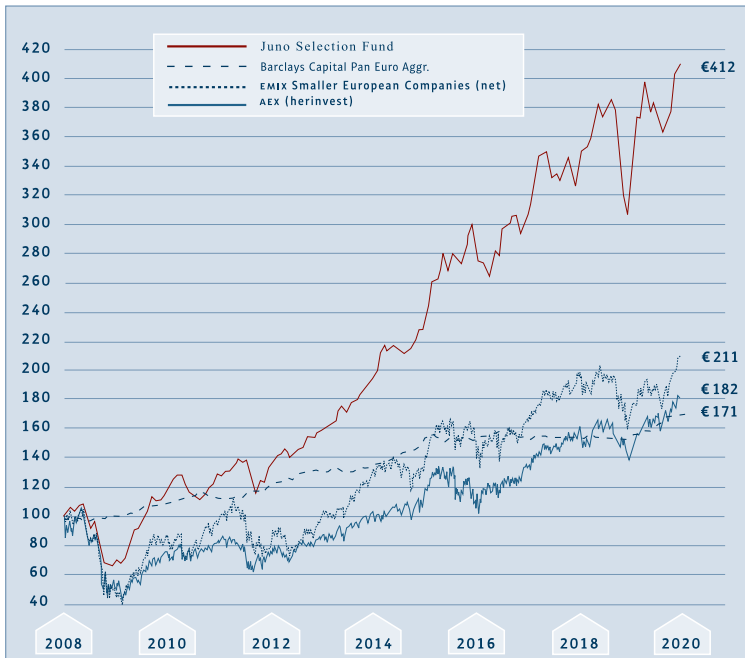


## Verslag over het vierde kwartaal 2019

### Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december hebben we afgesloten met een koers van **€ 412,46** per participatie. Het gehele jaar komt daarmee op een sterk rendement van +33,8%.

Hoewel alle Europese aandelenmarkten flink in waarde toenamen gedurende het jaar, konden we deze opnieuw duidelijk vóórblijven: De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMX Smaller European Companies Index, steeg met +28,6% in 2019. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg ook minder dan het Selection Fund, met +27,9%.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

**Paradox Interactive** de Zweedse ontwikkelaar en uitgever van computerspellen, heeft een beperkte catalogus van spellen. Jaarlijks worden er slechts één of twee nieuwe spellen gelanceerd. Maar oude spellen zijn voor gamers vele malen herspeelbaar. Dit is vrijwel uniek in de markt: een Paradox spel wordt niet 'uitgespeeld' maar gamers spelen steeds nieuwe scenario's, geënceneerd in een historische of toekomstige (digitale) wereld.

De aantallen actieve spelers kunnen we achterhalen op internetfora zoals Steam. Daaruit blijkt dat 2019 weer een positief jaar was voor Paradox: de actieve spelersaantallen van haar spellen groeien nog steeds. Paradox kent als geen andere ontwikkelaar een zeer loyale en geïnvolveerde klantenbasis: gamers die al jaren fan zijn van de complexe en uitdagende strategiespellen van het bedrijf. In oktober 2019 waren er 2400 fanatieke gamers en drie analisten van Juno, aanwezig bij het PDXCON weekend, Paradox's jaarlijkse conferentie waar nieuwe spellen en uitbreidingen daarop, worden aangekondigd. Hier ontmoeten fans elkaar en kunnen elkaar digitaal uitdagen. Een uitgelezen kans voor ons om spelontwikkelaars en het management opnieuw te ontmoeten en Juno's kennis van het bedrijf verder te verdiepen.

Paradox heeft aangekondigd vier geheel nieuwe titels in 2020 uit te brengen. Dat zijn meer titels dan de voorgaande drie jaar samen. Met name van Vampire: Bloodlines 2 en Crusader Kings 3 wordt veel verwacht. De promotievideo's voor deze nieuwe titels zijn reeds op YouTube respectievelijk 1,5 miljoen en 2,4 miljoen keer bekeken en zijn een sterke indicatie van brede aantrekkingskracht onder de Paradox adepten.

Naast geheel nieuwe (strategie-)spellen, brengt Paradox met grote regelmaat '*downloadable content*', ook wel 'DLC', uit. Dit zijn uitbreidingen met nieuwe spelscenario's voor de bestaande spellen. Deze DLC's kosten de klant slechts een fractie van het originele spel, zijn razend populair en geven een belangrijke boost aan de herspeelbaarheid van haar spellen en vooral ook aan de winstgevendheid van het bedrijf.

Paradox bracht eind 2018 meerdere DLC's tegelijk uit voor haar bestaande spellen. Hierdoor groeide de bedrijfsomzet in dat drukke vierde kwartaal van 2018 met ruim 52% en kwam voor het hele jaar op een groei van maar liefst 39% uit. De timing van die releases in 2018, had als gevolg dat er voor de belangrijkste spellen in 2019 slechts één of helemaal geen DLC's werden uitbracht. Er zijn wel een aantal nieuwe DLC's aangekondigd, maar die zullen pas in het eerste kwartaal van 2020 komen. Gecombineerd met twee bescheiden succesjes voor nieuwe spellen (Imperator en Planetfall), wordt het een lastige klus om de omzet van 2018 in kalenderjaar 2019 te evenaren of te overstijgen. Daarom wijst het management van het bedrijf investeerders erop dat het succes van het bedrijf niet per se van kalenderjaar op kalenderjaar moet worden gemeten, maar over een termijn van meerdere jaren.

Overigens is er in de gaming-industrie voor Paradox een zeer gunstige ontwikkeling gaande. Het distributieplatform Steam, de marktleider voor digitale distributie van computerspellen, wordt aangevallen door concurrent Epic, deels eigendom van het Chinese Tencent. Epic vraagt ontwikkelaars als Paradox een commissie van 12%, veel gunstiger dan de 30% bij Steam. Ook is Epic bereid een deel van de ontwikkelingskosten te vergoeden in ruil voor een periode van exclusieve distributie. Dit geeft een verlaging van de commerciële risico's van nieuwe titels voor Paradox.

Gezien het lage aantal DLC's en de bescheiden successen met twee nieuwe spellen, verwachten we een weinig spectaculair 2019. Onze verwachtingen voor het huidige jaar daarentegen zijn erg positief. Door fans wordt reikhalzend uitgekeken naar de op handen zijnde DLC's en de nieuwe spellen. Hoewel het nooit met zekerheid te stellen is, lijken deze zeer veel en vooral langdurige, potentie te hebben. Paradox blijft een zeer winstgevend, groeiend familiebedrijf, met de blik strak op de lange termijn gericht.

Het koersverloop van **SMCP** gedurende het afgelopen jaar is teleurstellend en kent twee oorzaken, namelijk een winstwaarschuwing en een verslechterde financiële positie van haar Chinese grootaandeelhouder.

Hoewel de onderkant van de omzetdoelstelling voor 2019 wel wordt gehaald, blijft de winstontwikkeling dit jaar achter op de verwachting die begin dit jaar werd uitgesproken.

De reden voor deze tegenvallende winstgroei ligt grotendeels in Hong Kong. Het kent de hoogste omzet en winstgevendheid per vierkante meter winkelruimte (bruto marge >80%). smcp had er tweeëntwintig winkels en opende er rond augustus nog zeven nieuwe. In deze regio is een vaste, hoge huur zonder variabel component de norm. Dit weegt extra zwaar nu verkopen uitblijven vanwege de aanhoudende demonstraties in de stad.

Tevens speelt de verslechterende financiële positie van de grootaandeelhouder van smcp, textielconglomeraat Shandong Ruyi (sr). Deze heeft over de afgelopen jaren een groot aantal overnames gedaan en dat gefinancierd met schuld. sr lijkt er moeite mee te hebben om deze schuldenberg te onderhouden. Hierdoor ontstond speculatie dat sr onder druk staat om het meerderheidsaandeel in smcp te liquideren, met koersdruk als gevolg. Wat ons betreft heeft een toekomst zonder de Chinese grootaandeelhouder de voorkeur. smcp's actuele waardering is onzes inziens zeer aantrekkelijk, maar we monitoren de ontwikkelingen nauwgezet.

Toen wij acht jaar geleden ons eerste bezoek brachten aan **Abcam** zaten ze in krappe, stoffige en enigszins verouderde kantoren, waar weinig ruimte was voor r&d of eigen productie. Met de groei in eigen productie van gemiddeld 15% per jaar en het in huis halen van steeds meer technologie om het beste antilichaam te kunnen ontwikkelen, werd de noodzaak voor een nieuw hoofdkantoor steeds groter. Het indrukwekkende gebouw werd begin 2019 opgeleverd. Hier nam de ceo, Alan Hirzel, afgelopen november tijdens hun Capital Markets Day de tijd om terug te kijken en ook de strategie voor de volgende vijf jaar te presenteren.

Centraal in deze strategie blijft de onderzoeker, die voor zijn onderzoek naar menselijk weefsel, al zijn noodzakelijke onderzoeksmateriaal bij Abcam moet kunnen vinden. Dat ze hierin slagen blijkt uit het feit dat 60% van die onderzoekers wereldwijd reeds één of meerdere Abcam producten gebruikt.

Zo groeide het aantal citaties in onderzoeken met gebruik van Abcam antilichamen gemiddeld met 18% per jaar. Een belangrijk gegeven, omdat nieuw onderzoek vaak begint met de input van bestaand onderzoek. Er worden nog steeds veel antilichamen verkocht die Abcam voor het eerst introduceerde in haar catalogus in de jaren 2000-2010.

Abcam kent nog maar één belangrijke concurrent en dat is het Amerikaanse Cell Signaling Technologies (cst). cst is van origine een antilichamenproducent die haar antilichamen op basis van specifieke vraag van onderzoekers ontwikkelde, waar Abcam tien jaar geleden nog een pure tussenhandelaar was via internet. Abcam realiseerde zich dat de marges en de groei die cst realiseerde veel interessanter was dan Abcam als 'simpele' tussenhandelaar ooit kon realiseren. Om zelf ook de beste antilichamen te kunnen ontwikkelen en fabriceren, heeft Abcam de laatste acht jaar menig kleine overname moeten doen. Gezien de omzetgroei van gemiddeld 15% per jaar in de afgelopen vijf jaar zijn ze hierin goed geslaagd. Wel is er nog ruimte tot het verbeteren van de relatie met wetenschappers. Dit kan via direct contact maar ook door nog beter gebruik te maken van de analyse van data en gebruik van haar eigen website en catalogus.

De producten van Abcam worden tot op dit moment met name gebruikt voor wetenschappelijk onderzoek. De ambitie is deze producten in de toekomst ook in te zetten bij diagnostische of therapeutische toepassingen. Hier zet Abcam op in via haar "Abcam Inside" strategie. Externe partijen kunnen een antilichaam van Abcam in licentie nemen. In dit model ontvangt Abcam royalty's en zal ze niet zelf het risico of kosten van onderzoek hoeven te dragen.

Voor de komende vijf jaar heeft Abcam ambitieuze doelstellingen geformuleerd met een samengestelde omzetgroei van >15%. Hiervan zal ten minste 2/3 organisch zijn. De benodigde investeringen zullen op korte termijn wel ten koste van de marge gaan, hetgeen wij als langetermijnaandeelhouder geen probleem vinden. De kost gaat immers voor de baat en voorlopig blijven wij rustig aandeelhouder van deze 'compounder'.



## Vooruitzichten

Nadat het jaar 2018 in mineur eindigde, werd er de eerste maanden van 2019 een soort revanche genomen. Beleggers sloegen massaal aan het kopen, aangetrokken door lagere waarderingen en aanhoudend (zeer) lage rentestanden. Hierbij was de verwachte winstgroei van Europese bedrijven van duidelijk ondergeschikt belang. Ook werden geopolitieke zorgen opzij gezet.

Nu de Brexit toch echt gaat gebeuren en de handelsbetrekkingen tussen China en de VS normaliseren met zicht op een vergaande handelsovereenkomst, is veel onzekerheid uit de lucht. De praktische, vaak complexe, uitwerkingen ervan zijn schijnbaar van latere zorg. Beleggers hebben een hekel aan onzekerheid en hebben daarom nu goede verwachtingen voor de toekomst, niet in de laatste plaats vanwege de aanhoudend lage rente en grote spaaroverschotten.

Beurskoersen worden op termijn bepaald door de winsten en groeimogelijkheden die een onderneming kan genereren voor haar eigenaren. Ook in het afgelopen jaar hebben de door ons geselecteerde bedrijven weer een winstgroei van 10-15% behaald, aanmerkelijk meer dan een gemiddeld Europees beursgenoteerd bedrijf (waar de verwachting een winstgroei van 0,6% bedraagt).

Het Selection Fund heeft meerdere (familie)bedrijven al 10 jaar of meer in portefeuille. Hun jaarlijkse winstgroei houdt min of meer gelijke tred met de koersontwikkeling over die periode. Kijkend naar de komende vijf jaar, verwachten we van hen nog steeds een bovengemiddelde winstgroei. Ook vinden we nog steeds interessante nieuwe namen om toe te voegen aan de portefeuille, mits de prijs in onze ogen aantrekkelijk genoeg is. We kijken daarom met veel vertrouwen naar 2020 en de jaren erna.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,

Frans Jurgens



Lennart Smits



## 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%	+ 12%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	- 1%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2019	+ 22%	+ 13%	+ 13%	+ 3%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2019	+ 3%	+ 2%	+ 4%	+ 2%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2019	- 4%	+ 1%	+ 4%	+ 3%
4 <sup>e</sup> kwartaal 2019	+ 11%	+ 11%	+ 5%	0%
2019	+ 34%	+ 29%	+ 28%	+ 9%
<b>Sinds start *</b>	<b>+313%</b>	<b>+111%</b>	<b>+ 82%</b>	<b>+ 69%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+12,6%	+6,4%	+ 5,1%	+ 4,5%

### Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Grenke	Duitsland
Technogym	Italië
Paradox Interactive	Zweden
cts Eventim	Duitsland



Verslag over het vierde kwartaal 2019.

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

Dit rapport is in januari 2020 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)

