



JUNO
Selection Fund

Verslag over het derde kwartaal

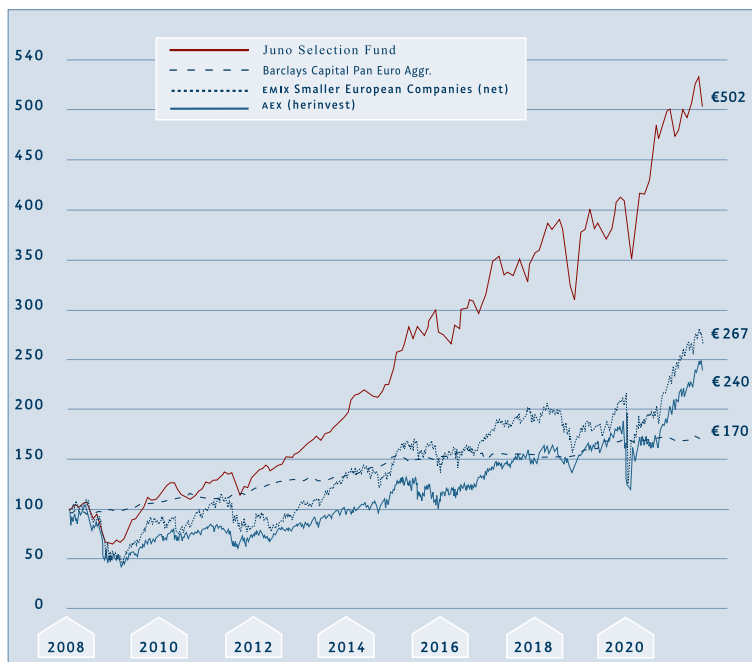
Verslag over het derde kwartaal 2021

Verslag over het derde kwartaal 2021

Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 501,79** per participatie. Het rendement voor het jaar 2021 komt daarmee op **+0,9%**.

De index van Europese middelgrote en kleinere ondernemingen steeg na de eerste negen maanden van dit jaar met een indrukwekkende **+18,1%**, gemeten aan de hand van de **EMIX**-index. De Nederlandse **AEX**-index (met dividend geherinvesteerd) steeg na deze eerste drie kwartalen ook, en wel met **+25,4%**.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het Deense **SimCorp** is al sinds de oprichting van het Selection Fund min of meer een vaste waarde in de portefeuille. Simcorp maakt software voor grote vermogensbeheerders en pensioenfondsen om hun investeringen te administreren. Afgelopen zomer kondigde CEO Klaus Hulse zijn afscheid aan. Onder zijn leiding groeide het bedrijf de afgelopen negen jaar met een onderliggende winstgroei van 14% per jaar. Met deze cijfers past SimCorp goed in de door ons gewenste bandbreedte van 10-15% winstgroei per jaar. Toen Klaus in april 2012 de leiding overnam van Peter Ravn, hebben we in Kopenhagen een diepgaand gesprek gehad met het bestuur over het opvolgingsproces. Daarbij keken we met Peter terug naar wat er goed was gegaan tijdens zijn bestuursperiode en vooral naar wat er verbeterd kon worden aan de organisatie en de functionaliteit van de software. In september van dit jaar deden we hetzelfde met Klaus. We reflecteerden op wat er onder zijn leiding is veranderd in de concurrentiële omgeving, maar ook waar op dit moment de kansen liggen om de groei op hetzelfde niveau te houden nu zijn opvolger Christian Kromann het dagelijkse management over gaat nemen.

Het is opvallend dat wanneer we de twee gesprekken vergelijken, beide CEO's de sterke bedrijfscultuur roemen. Werknemers krijgen veel vrijheid en vertrouwen en de kwaliteitseisen liggen hoog. Die sterke focus op een gezonde bedrijfscultuur zorgt er ook voor dat het verloop onder het personeel erg laag is, iets wat bij softwarebedrijven lang niet altijd het geval is.

Het concurrentiële landschap is de afgelopen negen jaar wel aanzienlijk gewijzigd. Waar ze in 2011 vooral Sungard, Multifonds en Advent tegenkwamen, ligt de aandacht nu voornamelijk op Aladdin, een softwaresysteem dat 's werelds grootste vermogensbeheerder Blackrock verkoopt. Aladdin is meer een gestandaardiseerd systeem maar SimCorp is een complexer systeem om te installeren, waarbij meer specifieke wensen van de klant kunnen worden meegenomen in de set-up. Over het algemeen hebben asset managers duidelijk een voorkeur voor Aladdin, terwijl asset owners (pensioenfondsen en verzekeraars), eerder geneigd zijn te kiezen voor SimCorp.

Een belangrijke verandering ten opzichte van 2012 is dat de software niet meer op servers van de klant wordt geïnstalleerd, maar wordt aangeboden in een 'cloud' omgeving, waarbij deze loopt op servers in datacenters van Amazon, Microsoft en bijvoorbeeld IBM. SimCorp heeft veel geïnvesteerd om haar software compatible te maken aan de cloud. De cloud brengt grote voordelen met zich mee wat betreft installatie, maar maakt ook het meekijken bij de klant eenvoudiger. Gebruikt de klant bijvoorbeeld de juiste koersen in haar systeem? Wanneer je meer dan 200 klanten bedient kun je qua datakwaliteit een gouden standaard ontwikkelen, een functionaliteit waar SimCorp de laatste tijd veel vraag naar krijgt. De beweging naar de cloud maakt het tevens makkelijker zogenaamde 'managed services' uit te voeren, waarbij SimCorp zoveel mogelijk werkzaamheden voor de klant uitvoert: updates gaan automatisch, fouten worden snel gecorrigeerd, gebruikers worden makkelijk toegevoegd. Bovendien zou SimCorp het hele administratieve proces bij het settelen van aan- en verkopen van investeringen door hun klanten kunnen uitvoeren. SimCorp levert hen dan niet alleen de software om de administratie te voeren, maar neemt ook daadwerkelijk hun administratie over ('investment accounting'). Wij vinden het ook erg positief dat de nieuwe CEO, Kromann, sinds zijn komst naar SimCorp verantwoordelijk is geweest voor deze dienstverlening binnen het bedrijf.

SimCorp is, in tegenstelling tot Blackrock, een onafhankelijke software leverancier in de markt. Vermogensbeheerders zien Blackrock namelijk niet alleen als leverancier van de Aladdin software, maar vooral ook als concurrent. Dit maakt dat de marktvrage aan de software leverancier om ook meer mee te kijken met de data en data integriteit bij het nemen van dagelijkse investeringsbeslissingen, ongemakkelijk voelt. Een sentiment waar het salesteam van SimCorp graag op inspeelt.

De hierboven geschetste ontwikkelingen verbeteren de kwaliteit van de omzet van SimCorp jaar op jaar, want deze worden op abonnementsbasis aangeboden, wat veel voorspelbaarheid geeft.

Deze voorspelbaarheid wordt verder vergroot doordat SimCorp geen van haar ontwikkelingskosten kapitaliseert, bijna alle nettowinst is hierdoor een kasstroom die ter beschikking staat aan de aandeelhouders. Wij zijn dan ook verheugd dat die kasstroom jaarlijks naar ons toekomt via dividend en een groot aandelen-inkoopprogramma. Je zou in het geval van SimCorp kunnen spreken van een groei-obligatie, de kasstroom is namelijk erg zeker en groeit jaarlijks. Wij verwachten voor de komende jaren een voorzetting van de jaarlijkse winstgroei in dezelfde bandbreedte als de laatste jaren.

In 2018 investeerden wij voor het eerst in het Belgische **Melexis**. Het bedrijf ontwerpt chips, met name voor de auto-industrie. Onze interesse in het bedrijf wordt gevoed door de langetermijntrend waarbij nieuwe automodellen van steeds meer chips en technologie gebruik maken om de rijprestaties, zuinigheid of het comfort te verhogen. Dit door zowel nieuwe functionaliteiten toe te voegen of voorheen mechanische functies te vervangen. Gemiddeld verkoopt het bedrijf wereldwijd 11 chips per auto ten opzichte van 7 chips per auto in 2015. Het bedrijf spreekt de verwachting uit naar 20 chips per auto toe te groeien in 2025.

Ondanks deze gunstige langetermijntontwikkeling bleek het bedrijf helaas op korte termijn gevoelig voor de grillige automarkt. Hierdoor heeft het bedrijf enkele uitdagende jaren achter de rug. In 2019 daalde wereldwijd het aantal autoverkopen door handelsconflicten en een tegenvallende Chinese markt met 5%. De daaraan gerelateerde voorraadcorrectie raakte Melexis als tweede- en soms derdegraads leverancier extra hard en het bedrijf zag zijn omzet toen dalen met 14%.

Het herstel in het eerste kwartaal van 2020 was sterk. Veel autofabrikanten hadden het jaar ervoor ondanks de algemene volumedaling veel nieuwe automodellen geïntroduceerd die wederom van een hoger aantal Melexis chips gebruik maakten. De uitbraak van de pandemie gooide echter roet in het eten. Door productieonderbrekingen en angst voor vraaguitval schroefden klanten hun bestellingen terug. Desondanks kon het bedrijf over 2020 een kleine omzetgroei van 4% noteren, maar het topjaar 2018 werd nog altijd niet geëvenaard.

Dit jaar kent de auto-industrie problemen van een andere aard. Mede veroorzaakt door de 'just in time' voorraadcorrectie van 2019 en het terugschroeven van de bestellingen in 2020, is er een zeer groot chiptekort ontstaan bij de autofabrikanten. De problemen zijn zo ernstig dat dit jaar al vele autofabrieken de productie hebben moeten stilleggen door chiptekorten. Melexis heeft speciaal een 10-koppig team samengesteld dat zich bezighoudt met de verdeling van de weinige beschikbare chips onder haar klanten.

Het bedrijf verkoopt dit jaar alles wat het kan produceren en verwacht voor 2021 op een omzetgroei van ongeveer 25% uit te komen. Daarna zullen naar alle waarschijnlijkheid autofabrikanten, met de huidige tekorten in het achterhoofd, hun bestelgedrag aanpassen. Ze zullen veel grotere voorraden aanhouden en langer van tevoren bestellen, wat gunstig is voor leveranciers als Melexis. Bovendien merkt Melexis dat ze door hun klanten nu eerder worden betrokken bij de ontwikkeling van nieuwe toepassingen. De eerste positieve effecten daarvan zijn merkbaar, omdat Melexis voor veel meer toepassingen geschikte producten blijkt te hebben, waarvan de klant voorheen nog niet op de hoogte bleek. Ook krijgt Melexis een veel duidelijker inzicht in de ontwikkelwensen van haar klanten en de geplande productieaantallen daarvan.

De seculiere trend van meer chips in auto's is ondanks het rumoer in de auto-industrie gewoon doorgelopen. Melexis heeft ononderbroken nieuwe producten geïntroduceerd. Vele nieuwe modellen elektrische auto's zijn volgepakt met deze technologie. Zo maakt de Tesla Model 3 gebruik van 59 verschillende Melexis chips waaronder bandendruksensoren, elektrische spanningssensoren, verlichting-aansturingschips en airconditioning-aansturingschips. Ook is Melexis sterk aanwezig in modellen als de Volkswagen ID3, de Mercedes EQs en de BYD Han.

Afzwaaiend CEO Françoise Chombar wordt voorzitter van de raad van commissarissen. Haar opvolger Marc Biron werkt al sinds 1997 voor het bedrijf. Volgens Chombar laat ze het bedrijf, waar ze overigens nog meerderheidsaandeelhouder van is, na enkele lastige jaren in de best mogelijke positie achter.

Vooruitzichten

Kosten voor containervervoer exploderen, gasprijzen verzesvoudigen, semiconductors zijn niet aan te slepen en deze tekorten leggen fabrieken stil. Het heropenen van 's werelds economieën loopt daardoor stroef en tempert het herstel. De marktvraag stuwt intussen wel de prijzen van schaarse producten naar ongekende hoogte, waardoor inflatie piekt. Een dilemma voor de centrale banken, die een start wilden maken met het normaliseren van de kunstmatig lage rente. Hiermee kunnen ze ook de opstekende inflatiestorm beteugelen, maar bemoeilijken daarmee het fragiele economisch herstel.

Rente die gestaag stijgt is niet perse een gevaar voor de aandelenmarkten, maar wél als deze rente snel en in grote stappen opgetrokken wordt. Enkel als het economisch herstel sterk doorzet, kunnen de markten een rentestijging absorberen. Door de uitdagingen in de logistieke-, en productieprocessen is het momenteel onduidelijk of die economische groei wel kan worden gerealiseerd. Economen verwachten pas eind 2023 weer op het niveau van 2019 uit te komen. Dat lijkt onvoldoende compensatie voor een snelle rentestijging.

Sinds eind 2020 geven beleggers de voorkeur aan bedrijven die van inflatie en sterk economisch herstel kunnen profiteren. Juno's bedrijven die jaar op jaar winstgroei tonen, ongeacht de stand van de economie, worden ofwel de hemel in geprezen en bereiken koersniveaus die wij niet kunnen justifieren, danwel zien we beleggers winst nemen na een paar sterke beursjaren. Gemiddeld komt onze performance daardoor niet echt van zijn plaats dit jaar. Als de koersen van onze bedrijven niet oplopen, maar hun winsten wel, worden ze gelukkig wel steeds goedkoper. Gecombineerd met de volatiliteit in de markten, biedt dat kansen om aantrekkelijk geprijsde bedrijven toe te voegen aan de portefeuille en zo onze cashreserves selectief aan het werk te zetten. Dat geeft ons veel vertrouwen in de waardeontwikkeling in de toekomst.

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%
1 ^e kwartaal 2021	- 3%	+ 9%	+ 12%	- 2%
2 ^e kwartaal 2021	+ 4%	+ 6%	+ 5%	0%
3 ^e kwartaal 2021	0%	+ 2%	+ 6%	0%
2021	+ 1%	+ 18%	+ 25%	- 2%
Sinds start *	+402%	+167%	+140%	+ 69%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+12,5%	+7,4%	+ 6,6%	+ 4,0%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
SimCorp	Denemarken
Soitec	Frankrijk
Stratec Biomedical	Duitsland
Melexis	België

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 2021.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in oktober 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

