



JUNO
Selection Fund

Verslag over het vierde kwartaal

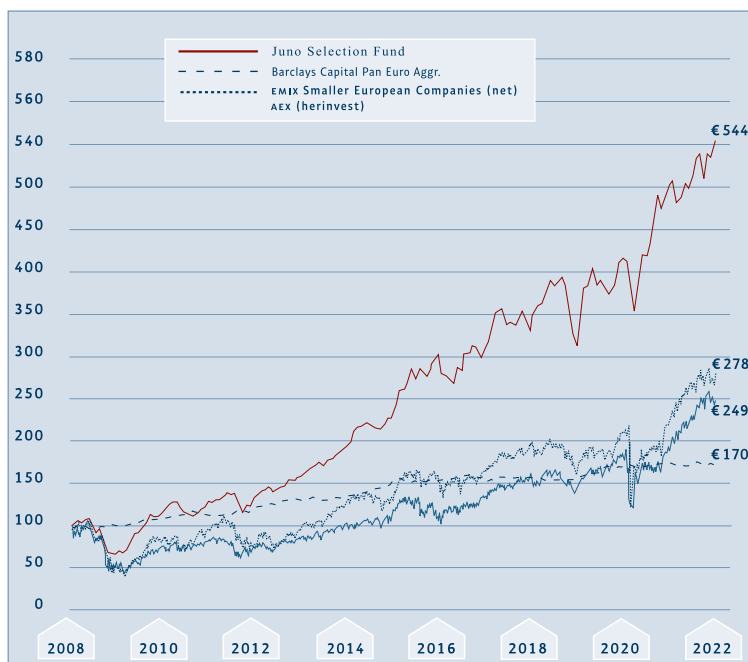
Verslag over het vierde kwartaal 2021

Verslag over het vierde kwartaal 2021

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 543,61** per participatie, een stijging van 8,3%. Over het gehele jaar 2021 behaalde het fonds een rendement van +9,3% vergeleken met de waarde per ultimo 2020.

Europese middelgrote en kleinere beursgenoteerde bedrijven hadden het afgelopen jaar een zeer sterk rendement van +22,9%, gemeten aan de hand van de EMIX-index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) kwam voor het gehele jaar 2021 uit op een positief rendement van +30,3%. De Nederlandse index was daarmee in dit jaar één van de best presterende indices ter wereld.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Afgaand op onze eigen research en veelvuldig contact met de bedrijven waarin we beleggen, stellen we een zeer geconcentreerde portefeuille van 10-15 bedrijven samen. Als één van die bedrijven dan achterblijft bij de verwachtingen, weegt dat relatief zwaar op het rendement in dat jaar. Zo verging het ons ook in 2021 met de grootste positie in het fonds, **Paradox Interactive**.

Deze Zweedse ontwikkelaar en uitgever van computerspellen, was tijdens de eerste lockdown, bijna twee jaar geleden, een echte winnaar. Spelersaantallen stegen enorm en de loyale groep spelers van de typische Grand Strategy spellen van het bedrijf groeide explosief, mede vanwege zeer succesvolle lanceringen van nieuwe spellen in het laatste gedeelte van 2020. Voor 2021 leek de pijplijn met nieuw materiaal goed gevuld. De terugval in spelers die werd verwacht na de eerste vaccins, dachten we daarmee goed op te kunnen vangen maar het liep heel anders.

Het (financiële) succes van Paradox heeft ervoor gezorgd dat het naast haar traditionele, herspeelbare, unieke Grand Strategy Games, ook veel is gaan investeren in spelgenres waar het niet marktleider is. Bloodlines 2 is één van dat soort spellen. Niet Paradox' eigen programmeurs, maar een externe partij, was al jaren bezig met de ontwikkeling. Echter, keer op keer bleek dat er vertragingen waren en het spel niet aan de interne kwaliteitseisen voldeed. Daarom werd besloten de release steeds weer uit te stellen en uiteindelijk om ook de ontwikkeling aan een nieuwe studio over te dragen, in deze industrie een zeer ongebruikelijk besluit. De teleurstelling bij investeerders was groot, mede omdat er al erg veel kosten waren gemaakt voor het spel en dat verder uitstel nog meer kosten en onzekerheid zou genereren.

Naarmate het jaar vorderde bleek dat het qua releases wel een zeer mager jaar leek te worden. Er werden geen grote nieuwe spellen uitgebracht en ook werden er duidelijk minder speluitbreidingen dan verwacht op de markt gebracht.

Het management gaf schoorvoetend als verklaring dat het feit dat de 750 medewerkers (grotendeels) thuis moesten werken, de productiviteit hard had geraakt en dat de vele nieuwe werknemers die het bedrijf recent had aangenomen nog niet goed ingewerkt hadden kunnen worden.

Onze groeiende frustratie maakten we in de zomer kenbaar aan oprichter, grootaandeelhouder en oud-CEO Fredrik Wester. Hij vond de pandemie (ook) geen acceptabel excuus en zag de oorzaak van de teleurstellingen eerder intern; in slechte planning, communicatie en matig projectmanagement. Hij gaf bovendien aan zelf als commissaris te passief te zijn geweest sinds zijn vertrek in 2018. Het werd ons duidelijk dat een terugkeer naar een meer actievare rol voor hem niet alleen gewenst, maar ook zeer waarschijnlijk leek. In september volgde het nieuws dat de zittende managing director, Ebba Ljungerud zou opstappen en dat Wester de rol van CEO terugnam. De beurskoers steeg die dag met 20%.

Wester heeft na zijn terugkomst direct de bezem door de projectportefeuille gehaald en voor bijna 25 miljoen euro aan extern ontwikkelde projecten afgeschreven. Dit bedrag vertegenwoordigt ongeveer 20% van de gekapitaliseerde ontwikkelkosten op de balans. Ook de interne studio's zijn door Wester gereorganiseerd zodat de productie van uitbreidingen weer op een hoger niveau kan worden gebracht in zowel kwaliteit als kwantiteit. In het vierde kwartaal zagen we al de eerste resultaten hiervan: er werden enkele zeer goed ontvangen uitbreidingen uitgebracht, waaronder Hearts of Iron IV: No Step Back, dat alle verkooprecords heeft verbroken.

Kort na Wester's terugkeer, werd een informele enquête, uitgevoerd door een lokale vakbond, aan de pers gelekt. Hierin werd de suggestie gewekt dat de werkdruk en arbeidsomstandigheden bij het bedrijf slecht zouden zijn. Daar schrokken beleggers van. Eind oktober zijn we persoonlijk bij de CEO in Stockholm langsgegaan om beter in te kunnen schatten wat de basis was van deze beschuldigingen, alsook de impact op het management en de medewerkers. Paradox heeft twee externe bureaus ingeschakeld om de werkcultuur te onderzoeken en aanbevelingen te doen.

Op korte termijn worden hun bevindingen gecommuniceerd en het management van Paradox ziet deze met vertrouwen tegemoet.

Ondertussen liepen de aantallen actieve spelers van Paradox games met 15% weer verder op. Daarmee is de potentiële afzetmarkt van toekomstige uitbreidingen opnieuw groter geworden. Aan de vraag voor de producten van Paradox ligt het dus niet. Als Wester de focus en productiviteit van de eigen organisatie weer op orde krijgt, dan ligt een mooie groei in het verschiet. In 2022 ziet het er wat dat betreft veel rooskleuriger uit: er wordt een door fans zeer verlangd spel uitgebracht, Victoria 3 en er zijn uitbreidingen voor de grootste franchises Cities Skylines en Crusader Kings aangekondigd. Dit maakt dat wij veel groeimogelijkheden in het bedrijf zien voor de komende twaalf maanden, met een zeer winstgevende omzet die richting de 200 miljoen euro kan oplopen, maar ook voor de jaren er na.

Nieuw in de portefeuille is het Nederlandse ingrediëntenconcern **Corbion**, vroeger csm genaamd. Het bedrijf was uitgegroeid van suikerraffinaderij tot conglomeraat met onder andere een voedingsmiddelendivisie. Sinds de eeuwwisseling is echter een strategische heroriëntatie ingezet. De onderneming besloot zich te concentreren op de meer aantrekkelijke melkzuuractiviteiten en alle overige onderdelen af te stoten. Het bedrijf behaalt nu met meer dan 2000 personeelsleden een jaarlijkse omzet van bijna 1 miljard euro.

De organische groei van het bedrijf is altijd aan de lage kant geweest. Echter, onder leiding van oud-Naturex CEO Olivier Rigaud, lijkt Corbion nu op een hogere groeivoet te zijn gekomen door gestegen vraag naar melkzuur en melkzuurderivaten. Sinds de jaren 60 van de vorige eeuw produceert Corbion melkzuur op basis van gefermenteerde suikers. Corbion is wereldwijd marktleider op dit gebied met een 40% marktaandeel. Melkzuur en melkzuurderivaten worden gebruikt als natuurlijk en duurzaam ingrediënt in de voedselindustrie, waar het onder andere de houdbaarheid verlengt, maar het heeft ook vele toepassingen in de cosmetische-, farmaceutische- en elektronica-industrieën.

Melkzuur kan ook gebruikt worden om het polymeer PLA (polylactic acid) te maken. Deze bioplastic bezit goede functionele eigenschappen en is bovendien zowel composteerbaar als recyclebaar. Bioplastic zal een deel van de oplossing betekenen voor het wereldwijde plasticprobleem, met name wat betreft wegwerpplastic, wat immense ecologische schade veroorzaakt. De prijs van bioplastic is ongeveer drie keer hoger dan plastic op basis van petroleum, maar aangejaagd door zowel regelgeving als consumentenvraag, stappen veel bedrijven voor hun product- en verpakkingsmateriaal toch over op bioplastic.

De vraag naar bioplastic is vooralsnog vele malen hoger dan de productiecapaciteit. Op dit moment is de totale wereldwijde productiecapaciteit van PLA slechts 0,06% van die van regulier plastic. Corbion heeft met het Franse Total een 50-50 joint venture opgericht waar de productie van PLA uit het door Corbion aangeleverde melkzuur is ondergebracht. In 2018 werd een eerste fabriek met een capaciteit van 75kt geopend in Thailand. In 2024 komt daar nog een fabriek met 100kt capaciteit in Frankrijk bij. Gezien het huidige gebrek aan capaciteit zijn de marges erg hoog (35% operationele winstmarge), wat op den duur concurrentie in PLA zal creëren. Vooralsnog is dat nog niet het geval door Corbion's dominante positie op het gebied van het essentiële ingrediënt melkzuur.

Door de stijgende vraag naar melkzuur van zowel de PLA joint venture als haar overige activiteiten, heeft Corbion het afgelopen jaar meermaals aangekondigd haar melkzuurproductie uit te breiden. In 2021 gaf het 100 miljoen euro uit aan capaciteitsuitbreidingen en de komende jaren zal het bedrijf dit hoge investeringsniveau aanhouden. Inflatiezorgen drukten gedurende 2021 de koers van het bedrijf. Het management verwacht de opgelopen kosten gedurende 2022 contractueel te kunnen doorrekenen aan haar klanten. De resulterende koerszwakte heeft ons de mogelijkheid geboden om een kleine positie in dit aantrekkelijke Nederlandse groeiverhaal op te bouwen.

Vooruitzichten

Consumenten hebben tijdens de pandemie gespaard en de rente is zeer laag, hetgeen een enorm vraagoverschot creëerde toen de wereldeconomieën weer openden in 2021. Dit heeft druk gezet op productie-, en toeleveringsketens. Daar komen personeelstekorten en gestegen energieprijzen bovenop. Bij dergelijke inflatoire druk zouden normaliter de centrale banken hard op de rem trappen door de rente op te trekken om de economie te temperen.

De ongekende effecten die de pandemie veroorzaakt, maakt dat de centrale bankiers niet goed de rente durven te verhogen. Bovendien wil niemand verantwoordelijk zijn voor een te harde rente-ingreep die het economische herstel breekt, alsook's werelds aandelenmarkten in paniek kan brengen. De verslaving aan lage rente en steeds verder oplopende waarde van beleggingen is groot. Maar met deze hoge inflatie neemt de koopkracht zo sterk af, dat looneisen oplopen en we in een moeilijk te stoppen loon-prijsspiraal terechtkomen én de meeste bedrijven hun marges zien slinken. We krijgen dan wel nominale economische groei, maar schieten er per saldo niets mee op. Wij prefereren dan minder groei maar met lagere inflatie en genormaliseerde renteniveaus.

De door Juno geselecteerde Europese (familie-)bedrijven staan er opnieuw goed voor, nadat ze 2021 naar verwachting met meer dan 15% winstgroei afsloten. Door de noodzakelijke aard van de diensten en producten die zij leveren en hun sterke concurrentiële positie, zijn zij grotendeels in staat inflatie door te rekenen aan klanten en structureel te blijven groeien ongeacht de economische ontwikkelingen. Onze visie dat deze winstgroei op de lange termijn de aandrijvingsmotor voor de koersen is, blijft onveranderd en wij kijken dan ook met vertrouwen naar 2022 en de jaren erna.

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%
4 ^e kwartaal 2021	+ 8%	+ 4%	+ 4%	0%
2021	+ 9%	+ 23%	+ 30%	- 2%
Sinds start *	+444%	+178%	+149%	+ 69%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+12,9%	+7,6%	+ 6,7%	+ 3,8%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
Soitec	Frankrijk
Stratec Biomedical	Duitsland
SimCorp	Denemarken
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 vierde kwartaal 2021.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 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

