



JUNO
Selection Fund

Verslag over het vierde kwartaal

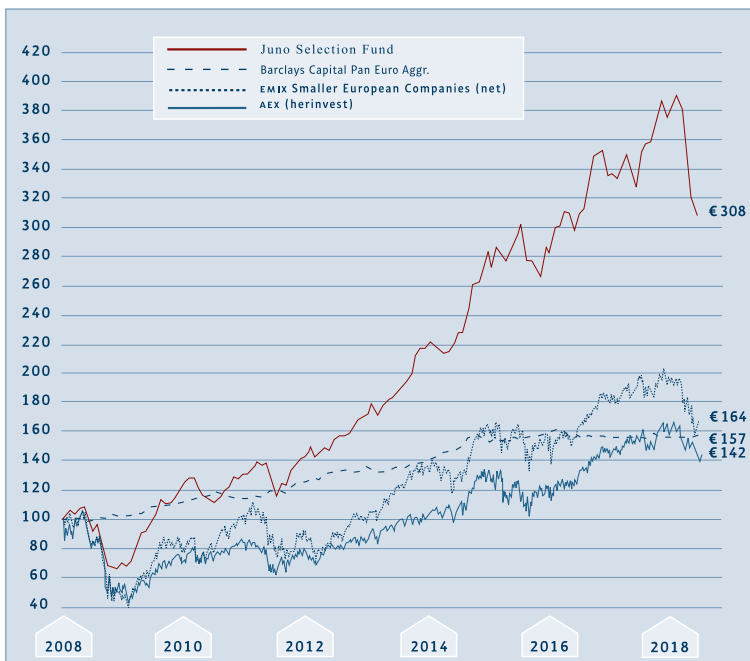
Verslag over het vierde kwartaal 2018

Verslag over het vierde kwartaal 2018

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 308,23** per participatie. De sterke koersdaling in het laatste kwartaal (-19.2%), trok ook het rendement voor het hele jaar in de min (-5.4%).

Ondanks ons negatieve rendement voor 2018, konden we in relatieve zin wel de verschillende indices voor blijven. De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de **EMIX Smaller European Companies Index**, daalde met -14,5% voor het jaar. De Nederlandse **AEX**-index (met dividend geherinvesteed) daalde ook meer dan het Juno Selection Fund, met -7,9%.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Sinds de oprichting van het Juno Selection Fund op 11 januari 2008 heeft het Deense **Simcorp**, op een paar maanden na in 2008, altijd deel uitgemaakt van de Juno portefeuille. Wij zijn altijd erg gesteld geweest op het stabiele businessmodel van deze software leverancier voor de grotere vermogensbeheerders, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Het softwarepakket, genaamd Dimension, is het centrale systeem van de operationele activiteiten van deze klanten. Historisch was Dimension met name een accountingpakket (ook wel Back Office geheten). Sinds enkele jaren heeft Simcorp Dimension ook uitgebreid met functionaliteiten zoals tradingdesk (Front Office) en risico (Middle Office), waardoor het nu als integraal front-to-back systeem kan worden aangeboden. Dimension is vooral geschikt voor organisaties met een vermogen onder beheer van meer dan € 10 miljard.

2018 was naar verwachting wederom een succesvol jaar voor SimCorp, het aantal nieuwe klanten lag op schema (+8) en bestaande klanten kochten flink software-uitbreidingen bij. Sinds enkele jaren is het concurrentiële speelveld wat aan het verschuiven, hierin is het Aladdin softwaresysteem dat door vermogensbeheerder Blackrock in eigen beheer is ontwikkeld, steeds meer naar voren gekomen als belangrijkste concurrent. Concurrenten uit het verleden zoals Sungard, Portia en Multifonds, geraken meer en meer op de achtergrond. Dat laatste komt met name doordat ze werden overgenomen. Hierdoor verliezen ze focus en de nieuwe eigenaren snijden rigoureuus in de budgetten voor R&D, waardoor ze het steeds moeilijker krijgen nieuwe klanten aan zich te binden.

SimCorp heeft van Aladdin geleerd dat het implementatieproces van software vaak te lang duurt en te ingewikkeld is. Om hierop in te spelen is er een meer standaard Dimension versie ontwikkeld, ingesteld op de 'best practices' van de industrie. De eerste klanten hebben inmiddels voor de meer gestandaardiseerde versie gekozen en zijn zeer tevreden met de snelle en goedkopere implementatie. Voor Simcorp ook gunstig voor de marge, omdat het implementatieproces voorspelbaarder wordt en er geen dure consultancy uren worden verspeeld.

Een andere belangrijke marktontwikkeling in 2018 was de overname door State Street Bank ['ssb'] van softwareontwikkelaar Charles River voor ongeveer € 2,5 miljard. Charles River is de grootste concurrent voor SimCorp op het gebied van Front Office applicaties. SSB denkt veel van haar vermogensbeheerklanten met Charles River een geïntegreerd Front Office systeem aan te kunnen bieden, waaronder mogelijk ook klanten die op dit moment gebruik maken van het Dimension systeem. Deze ontwikkeling zou voor SimCorp op de langere termijn dus een bedreiging kunnen zijn mits ssb erin slaagt de acquisitie goed te integreren en haar klanten weet te overtuigen Dimension te laten vallen.

Voor ons zegt deze acquisitie een aantal dingen. Een geïntegreerd systeem van Front naar Back Office is de standaard geworden in de markt. Bovendien zullen andere banken, zoals Northern Trust, JP Morgan en Citibank ook moeten gaan nadenken wat ze gaan aanbieden aan hun klanten. SimCorp is nu nog als enige onafhankelijke partij over in de markt; Aladdin is immers onderdeel van Blackrock en Charles River van ssb. Met Société Générale, BNP Paribas en Kasbank heeft SimCorp inmiddels strategische samenwerkingen waarin deze banken hun klanten het gebruik van het Dimension systeem aanbieden.

De afgelopen maanden hebben we meermaals met het management van SimCorp gesproken. Zij hebben ons de overtuiging gegeven dat ze de juiste investeringen doen in het product voor de komende jaren. Hierdoor zien wij meer dan genoeg groeimogelijkheden, geografisch, in marktaandeel in bestaande landen en door de verkoop van meer modules aan bestaande klanten. Wij denken dan ook dat SimCorp een lange termijn winstgroei moet kunnen blijven laten zien van 15%.

Sinds eind 2018 zijn wij geïnvesteerd in het Franse modehuis **SMCP**. De naam van de onderneming refereert aan de drie modemerken in de portefeuille, namelijk Sandro, Maje en Claudie Pierlot. Het eerstgenoemde merk is de oorsprong van het familiebedrijf en werd in 1984 opgericht door Evelyne Chetrite die tot op vandaag aan het hoofd staat van het merk als creatief directeur. In 1998 volgde haar zus Judith in haar voetstappen met haar eigen merk Maje.

Tot slot werd het eveneens in 1984 opgerichte Claudie Pierlot in 2009 gekocht door de groep.

De merken opereren vanuit hun individuele studio's in Parijs en hebben ieder een eigen stijl en klantengroep, hoewel zij een gemeenschappelijke basis kennen in *'Parisian chic'*, de Parijse modestijl, en jonge werkzame vrouwen in de leeftijdscategorie van 20-35 jaar als voornaamste doelgroep. De oprichters hebben nog een minderheidsbelang in de onderneming. Het managementteam heeft eveneens een aandelenbelang in smcp. Zij hebben langjarige ervaring in de sector; zo is bijvoorbeeld de CEO afkomstig van LVMH en Ralph Lauren.

Het interessante businessmodel van smcp laat zich inspireren door zowel luxemerken als door zogenoemde *'low cost, fast fashion'* dat snel weet in te spelen op de trends van het seizoen. Met een gemiddeld prijspunt van € 200 valt het merk in het snelgroeiende betaalbare luxe segment. De aankleding van de winkel en de indeling daarvan in combinatie met de hoge mate van persoonlijke aandacht voor klanten doet denken de gevestigde luxemerken. Uniek is dat smcp werkt met kortere ontwerp cycli dan traditionele merken en niet deelneemt aan modeshows, maar zich er wel nadrukkelijk door laat inspireren. Binnen het seizoen wordt het assortiment doorlopend ververst door kleine collecties en kunnen de bestverkopende kledingstukken nog tijdens het seizoen worden bijbesteld en gedistribueerd waar zij het best worden verkocht. Hierdoor wordt het risico op, en impact van, slecht ontvangen collecties beperkt.

In de afgelopen tien jaar heeft de groep grote stappen gezet met de internationale expansie buiten Frankrijk. Mede hierdoor is het merk geheel organisch in 8 jaar gegroeid van een omzet van minder dan € 200 miljoen in 2010 naar een vervijfvoudiging daarvan in 2018. Daarbij is de internationale bijdrage in de omzet opgelopen tot ruim 60%, met voldoende ruimte voor verdere expansie. Het winkelbestand heeft voornamelijk een relatief hoge concentratie in Frankrijk met 475 winkels op een totaal van ruim 1300. Op jaarbasis worden er circa 80-90 winkels geopend in China en Noord-Amerika, maar ook in grote Europese markten met groeipotentie zoals Italië, Spanje, Duitsland en het VK.

SMCP onderscheidt zich van concurrenten door de exploitatie van haar winkels geheel in eigen beheer te hebben in plaats van via groothandelaren, waardoor er veel beter inzicht is in het retailkanaal, zoals op het gebied van koopgedrag en inventaris.

Eenzelfde benadering hanteert men op het gebied van e-commerce, waarbij vrijwel alle omzet via eigen online winkels loopt. Hierdoor heeft SMCP direct inzicht in het koopgedrag van haar klanten en bouwen zij een directe relatie op. In de klantendatabase van SMCP bevinden zich inmiddels de gegevens van ruim 5 miljoen klanten. Inmiddels wordt in sommige landen, waaronder Nederland, al meer dan een kwart van de omzet via e-commerce kanalen gerealiseerd.

Op de korte termijn kent SMCP met haar grote winkelbasis in Frankrijk en met name de regio Parijs pijn van de gele hesjes protestbeweging. De omzetontwikkeling in november en met name december, de belangrijkste maand van het jaar, zal daardoor flink geraakt zijn. Hoewel nadelig, is dit een tijdelijk fenomeen dat buiten de voornaamste groeimotor van de onderneming staat, namelijk de internationale expansie en verdere uitbouw van de merken. Bij normalisering van de situatie in Frankrijk kan worden gerekend op een winstgroei van circa 10% per jaar en een bovengemiddeld rendement op kapitaal. De merken met een bewezen sterke aantrekkingskracht, het potentieel om internationaal uit te breiden en het ervaren managementteam geven ons vertrouwen in de toekomst van SMCP.

Gedurende het derde kwartaal namen we afscheid van **Ferragamo**. Het Italiaanse modehuis heeft onze te hoge verwachtingen niet kunnen waarmaken. De in 2017 aangestelde CEO Poletto werd februari 2018 gevraagd te vertrekken. Zijn radicale managementstijl paste slecht bij het traditionele familiebedrijf. Hij werd in juli vervangen door Micaela Le Divelec Lemm. Eind 2018 kondigde de financieel directeur zijn vertrek aan, hetgeen duidelijk maakt dat het flink rommelt in de top van het bedrijf. Hoewel we veel vertrouwen hebben in de succesvolle revitalisatie van het merk door designer Paul Andrew, denken we dat het bedrijf ook in 2019 nog onvoldoende winstgroei zal laten zien.

Vooruitzichten

Aandelenmarkten wereldwijd kwamen zwaar onder vuur te liggen de afgelopen vier maanden. Analisten vielen over elkaar heen met mogelijke redenen voor deze correctie. Het belangrijkste in onze ogen is de plotselinge afname van winstgroei in China en van bedrijven die met China handeldrijven. De mogelijke implicaties van een handelsoorlog hebben nu al een aanzienlijke negatieve invloed doordat bedrijven prudent voorsorteren middels bijvoorbeeld voorraadbeheer, op wat mogelijk nog gaat komen. Ook in Europa zien we dat de winstgroei van de markt als geheel afneemt, vooral vanwege deze economische strijd tussen de vs en China. De Brexit onzekerheid helpt onze economische groei ook allerminst.

Als bedrijven die gevoelig zijn voor economische ontwikkelingen turbulente tijden tegemoet zien, is het contrast met de typische Juno-ondernemingen het meest uitgesproken. Hun winstgroei loopt immers door op een bovengemiddeld niveau, ongeacht de grillen van de wereldeconomie. Rentenniveaus in Europa blijven extreem laag (0,2% op 10-jaars staatspapier) en obligaties vormen op termijn geen valide alternatief voor investeerders. Wel zien we dat de aantrekkelijke financieringsmogelijkheden nu aanleiding geven tot grote fusies en overnames, een duidelijke bevestiging dat waarderingen aantrekkelijk zijn.

In de laatste elf jaar waren er gedurende vier kwartalen negatieve koersreactie van het fonds van meer dan -15%. Net als bij die vorige correcties hebben we ook nu onze energie gestoken in het bevestigd krijgen dat de door ons verwachte winstgroei bij de Juno deelnemingen er ook dit jaar weer zal zijn. Net als in de vorige jaren hebben we vertrouwen dat die winstgroei, naar verwachting meer dan +10% in 2018, zich weer vertaalt naar hogere koersen voor onze bedrijven.

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%
1 ^e kwartaal 2018	+ 10%	- 3%	- 2%	+ 1%
2 ^e kwartaal 2018	+ 5%	+ 4%	+ 6%	- 1%
3 ^e kwartaal 2018	+ 2%	- 1%	0%	- 1%
4 ^e kwartaal 2018	- 19%	- 15%	- 11%	+ 1%
2018	- 5%	- 15%	- 7%	0%
Sinds start *	+208%	+ 64%	+ 42%	+ 55%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+10,8%	+4,6%	+ 3,2%	+ 4,1%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Grenke	Duitsland
SimCorp	Denemarken
Technogym	Italië
Brembo	Italië
Paradox Interactive	Zweden

Verslag over het vierde kwartaal 2018.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2019 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