



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het derde kwartaal

## Verslag over het derde kwartaal 2018

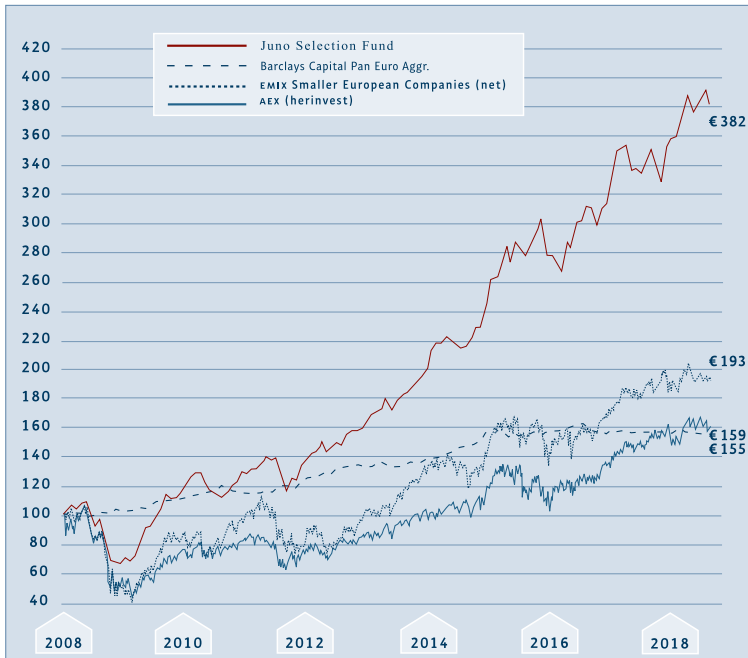


## Verslag over het derde kwartaal 2018

### Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van € **381,68** per participatie. De stijging in het derde kwartaal bedroeg 1,5%. Het jaar 2018 toont na negen maanden een mooi rendement van 17,1%.

De EMIX Smaller European Companies Index (net) daalde gedurende het derde kwartaal met 0,5%. Deze index staat na drie kwartalen op een winst van 0,6%. De Nederlandse AEX index steeg in het kwartaal met 0,3% en staat op +3,5% voor het jaar.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Winstgroei is een van de belangrijkste drijfveren voor de koersontwikkeling van een beursgenoteerde onderneming. Hierbij is niet alleen de winsttoename belangrijk, maar vooral ook de kwaliteit van die winst. Eenmalige baten, belastingvoordeeltjes en ander financieel kunst- en vliegwerk proberen we weg te filteren. Eén belangrijk principe in accountancy is het matching principe: kosten die nu worden gemaakt om een product of dienst over enige tijd pas op de markt te brengen, mag een onderneming kapitaliseren. Daarbij worden die kosten niet in de verlies- en winstrekening genomen, maar eerst op de balans opgevoerd, om later pas als kosten te worden genomen als het product daadwerkelijk wordt verkocht. Hierdoor lijkt de winst aanvankelijk hoger dan deze daadwerkelijk is en worden lasten pas genomen als er baten tegenover staan. Zo ook bij het Zwitserse **u-blox**.

U-blox kent een uitstekende winstgevendheid in positioneringschips en ontwikkelt ook een belangrijk nieuw product voor communicatie over het 4G telecom netwerk. De kosten hiervoor bedragen jaarlijks naar schatting CHF 35 miljoen (70% van de netto winst). Omdat het product al vijf jaar in ontwikkeling is, worden er al veel kosten gemaakt en vloeit er cash uit de onderneming. Deze kosten worden nog niet meegenomen in de winstberekening want het product is nog niet klaar voor de verkoop. Als de verkoop start, dan pas worden de kosten van de afgelopen jaren weggeschreven tegen die opbrengsten. Daardoor zal het product nauwelijks bijdragen aan de winst. Of erger nog, mogelijk wordt er onvoldoende omzet gegenereerd om de gemaakte kosten op te vangen. Dat zal dan leiden tot een *'impairment'*, een afschrijving van de gekapitaliseerde historische kosten. In beide gevallen slecht nieuws.

Sinds drie jaar dringen wij er bij de financiële directeur op aan de boekhoudregels minder aggressief toe te passen en een groter gedeelte van de kosten door de resultatenrekening te laten lopen.

Dit heeft geen effect gehad. U-blox heeft nu zelfs geld geleend om het dividend te kunnen blijven uitkeren. Dat was voor ons de druppel. Net voor de halfjaarresultaten verkochten we de positie in zijn geheel.

Het Duitse **Eventim** is al jaren Europa's marktleider op het gebied van kaartverkoop voor concerten en (sport)evenementen. Met jaarlijks 250 miljoen verkochte kaartjes via hun systemen, is het in Europa absoluut marktleider en nummer twee wereldwijd. In 2017 werd een omzet van meer dan 1 miljard Euro behaald, met een netto winstmarge na belasting van 11%. Het bedrijf is nog steeds voor 43,2% in handen van oprichter Klaus-Peter Schulenberg.

Vooraf in Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland is Eventim de onbetwiste marktleider. Impresario's (ook wel promotors genaamd) van artiesten kunnen niet aan Eventim voorbij om de kaartverkoop voor hen uit te voeren. Met 50 miljoen actieve profielen van concertgangers in hun systeem, staat Eventim bijna garant voor hoge ticket verkoopaantallen. De afhandeling van grote shows zoals bijvoorbeeld van Ed Sheeran (2.6 miljoen kaartjes in 2018), stellen hoge eisen aan Eventim's betaal-, en reserveringssystemen.

Hoewel Eventim in het verleden met het Amerikaanse Live Nation ('s werelds grootste impresario) een samenwerking had, is deze beëindigd nadat die partij een fusie met Ticketmaster aanging. De VS is met 60% van alle concertbezoekers wereldwijd een te belangrijke markt voor Eventim om geheel links te laten liggen. Een partnership met de op één na grootste promotor AEG, of met een grote eigenaar van concertlocaties, zou daarom voor de hand liggen. Het zou een welkome nieuwe groeimarkt betekenen voor het bedrijf dat in de eerste helft van 2018 last had van het wereldkampioenschap voetbal. Hierdoor waren er minder concerten in Europa. Gelukkig is de concertagenda wel zeer goed gevuld in de tweede helft van het jaar, waardoor we uitkijken naar wederom een positieve omzet- en winstgroei.

De vraag naar ontspanning door consumenten neemt steeds verder toe. Daarnaast is de wens van de artiesten om afnemende cd/bvd en online streaming inkomsten aan te vullen met goed betaalde concerttours een sterke onderliggende trend, die ook voor de komende jaren Eventim voldoende groeimogelijkheden zal blijven geven, ook als de VS markt uiteindelijk toch niet wordt betreden.

**Melexis** is nieuw in de Juno-portefeuille opgenomen. De Belgische ontwerper van sensorchips is voornamelijk actief in de auto-industrie. Haar klanten, zoals Sensata, Bosch en Continental zijn toeleveranciers van de grote automerken. Melexis is marktleider in het ontwerpen en verkopen van magnetische positiesensoren. Deze kleine sensoren maken het mogelijk om de traditioneel zware mechanische auto-onderdelen te vervangen door lichtere, efficiëntere en goedkopere elektronische systemen. Steeds strengere emissie- en veiligheidsstandaarden en de trend naar elektrificatie maken dat de vraag naar deze systemen steeds groter wordt.

De positiesensoren van Melexis worden overal in de auto toegepast: o.a. bij de besturing, de aandrijving, de transmissie, maar ook relatief eenvoudige toepassingen zoals de verstelbare buitenspiegels of het sluitingsmechanisme van een benzineklep. Naast positiesensoren ontwerpt Melexis ook andere belangrijke producten zoals de drukmetersensoren voor banden, infrarood temperatuursensoren en spanningssensoren. Die laatste categorie is erg belangrijk voor elektrische auto's. Zo worden in de nieuwe Tesla Model 3 maar liefst 20 spanningssensoren van Melexis gebruikt.

De concurrentiepositie van Melexis is sterk door de met patenten beschermde technologieën en de zorgvuldig opgebouwde reputatie voor betrouwbaarheid. Dat laatste is uiteraard van belang in de auto-industrie, omdat de sensoren de gehele levensduur van de auto, ruim 20 jaar, foutloos dienst zullen moeten doen. Zoals vaak in de chipindustrie, is ook de productie van deze sensoren uitbested. Daarom test Melexis iedere chip uitvoerig in eigen beheer en op eigen locaties. De onderneming zal de komende tijd nog enkele nieuwe testcentra openen om gelijke tred te kunnen houden met de aanzienlijk gestegen productie van hun sensoren.

Melexis is voor haar toekomstige omzetgroei duidelijk minder gevoelig voor de traditionele cyclische vraag naar personenauto's dan de gemiddelde toeleverancier aan de autoindustrie. Melexis profiteert namelijk van het toenemende aantal sensoren per auto. Daardoor is het niet direct afhankelijk van de volumegroei van de automarkt. Op het moment dat een autofabrikant een bestaand model vervangt door een nieuwe uitvoering ervan, of een geheel nieuw model in de markt zet, neemt het aantal sensoren per auto steeds significant toe. Nieuwere auto's hebben immers een hogere mate van elektrificatie en zijn ook steeds vaker uitgerust met een hybride of geheel elektrische aandrijving die vragen om meer sensoren van Melexis.

Melexis werd in 1988 opgericht door het ingenieursectpaar Rudi de Winter en Françoise Chombar, die samen met financier Ronald Duchatelet, nog altijd gezamenlijk 54% van de aandelen Melexis in bezit hebben. Het drietal was ook oprichter en eigenaar van de belangrijkste toeleverancier van Melexis, namelijk chipfabrikant X-fab. Het feit dat De Winter CEO is van X-fab en Chombar CEO van Melexis heeft Juno in het verleden als een te hoog governance risico aangemerkt. Het creeërde voor de oprichters mogelijkheden tot gedwongen winkelnering van Melexis bij X-fab en kon leiden tot intransparante transferpricing en belastingissues. De beursgang van X-fab in april 2017 heeft nu echter beter inzicht gegeven in de financiën van de onderneming en de onderlinge afspraken en verhoudingen.

De omzetgroei van Melexis bedroeg de afgelopen tien jaar gemiddeld 10% per jaar en versnelde de laatste jaren naar 16%. Dit jaar verwacht de onderneming een soortgelijke groei te kunnen behalen met een indrukwekkende operationele marge van 25%. Omdat het bedrijf de productie heeft uitbesteed, heeft het weinig kapitaal nodig en genereert het bedrijf veel vrije cash. De adresseerbare markt voor Melexis' sensoren neemt snel toe. Die groei is vele malen sterker dan de toename in het aantal auto's dat de komende jaren gaat worden verkocht. Gecombineerd met een aantrekkelijke waardering, heeft het Juno doen besluiten een positie op te bouwen.



## Vooruitzichten

Nu de VS met belangrijke handelspartners nieuwe afspraken heeft gemaakt, lijkt de internationale handelskou grotendeels uit de lucht. Het armpje drukken met China blijft echter nog reden tot zorg geven. De importtarieven resulteren niet in meer banen in de VS, maar vooral tot zelf-veroorzaakte opwaartse inflatiedruk. Inflatie in combinatie met een aanhoudend sterke economie en een Centrale Bank die de rentetarieven wil normaliseren, maakt dat de Amerikaanse rente verder opwaarts zal blijven bewegen. Hierdoor kan het niet anders dan dat de aandelenmarkten af en toe winstnemingen zullen zien. Hoewel de Europese markt slechts in mindere mate hinder ondervindt van deze factoren, zullen we hier niet immuun voor zijn. We moeten ons op aanhoudende volatiliteit voorbereiden.

De sluiting van het Juno Selection Fund per 1 oktober bracht een sterke instroom van gelden van onze bestaande participanten teweeg. Ook besloten we bij enkele posities, opgelopen koersen te gebruiken om wat cashreserves te genereren. Daardoor zijn we nu klaar om bij toenemende volatiliteit kansen te pakken om bijzondere (familie)bedrijven voor aantrekkelijke prijzen bij te kopen in de portefeuille.

In 2018 hebben we een redelijk groot aantal nieuwe ondernemingen opgenomen in de portefeuille. Samen met de reeds bestaande posities, denken we dat de portefeuille ook dit jaar weer een onderliggende winstgroei moet kunnen genereren van 10-15%. Ook voor de komende jaren lijkt een dergelijke winstgroei ons een haalbaar streven, waardoor we vol vertrouwen blijven om voor u op de langere termijn aantrekkelijke rendementen te realiseren.

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 <sup>e</sup> kwartaal 2018	+ 10%	- 3%	- 2%	+ 1%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2018	+ 5%	+ 4%	+ 6%	- 1%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2018	+ 2%	- 1%	0%	- 1%
2018	+ 17%	+ 1%	+ 4%	- 1%
<b>Sinds start *</b>	<b>+282%</b>	<b>+ 93%</b>	<b>+ 60%</b>	<b>+ 54%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	<b>13,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,1%</b>

### Top 5 Aandelenposities

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



Verslag over het derde kwartaal 2018.

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

Dit rapport is in oktober 2018 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](http://www.juno-invest.com)

