



JUNO
Continuation Fund

Verslag over het derde kwartaal

Verslag over het derde kwartaal 2021

Verslag over het derde kwartaal 2021

Rendement Juno Continuation Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 111,78** per participatie, een daling van -4,1%. Over de eerste negen maanden van 2021 heeft het fonds een rendement behaald van +1,5%. De index van Europese middelgrote bedrijven, de msci Europe Mid Cap Index, steeg in het derde kwartaal met +0,2%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg het afgelopen kwartaal ook, en wel met +6,3%. Voor het jaar 2021 staan de rendementen van de indices na de eerste negen maanden op respectievelijk +14,6% en +25,4%

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

In Europa en de VS leidt de opleving van de economie tot enthousiasme onder consumenten én producenten. De vraag is in meerdere sectoren nu beduidend groter dan het aanbod, temeer omdat producenten in 2020 als gevolg van de covid-19-pandemie hun voorraden afbouwden. Er is inmiddels sprake van aanzienlijke tekorten en als gevolg van de genoemde disruptie in de aanvoerketen kunnen deze niet snel genoeg worden aangevuld. Een en ander gaat gepaard met flinke prijsstijgingen bij eindproducten, onderdelen en zeker ook transport en energie.

De oplopende prijsniveaus komen op een tijd dat centrale banken de economie en de financiële markten voorzien van ongekende hoeveelheden stimulerende maatregelen, waaronder de inmiddels beroemde 'opkoopprogramma's', met wereldwijd lage rentes tot gevolg.

Als beheerder van het Juno Continuation Fund zijn we weliswaar op de hoogte van deze ontwikkelingen, maar ze zijn van heel beperkte invloed op de manier waarop we de portefeuille samenstellen.

Er is, zoals altijd, teveel onzekerheid over welke kant deze en andere ontwikkelingen opgaan en wat de uitwerking op financiële markten gaat zijn. We houden bij de samenstelling van onze portefeuille vast aan ons uitgangspunt: langetermijnbelegger zijn in stabiel groeiende bedrijven. Enkel daar waar een specifiek portefeuillebedrijf rechtstreeks geraakt wordt door een macro-economische ontwikkeling zullen we proberen deze te kwantificeren en vervolgens eventueel de positie van dit bedrijf in onze portefeuille aanpassen. We zijn ervan overtuigd dat deze aanpak op termijn tot aansprekende rendementen leidt, met een zeer aanvaardbaar risico. Het risico, dat nou eenmaal inherent is aan beleggen, proberen we verder te mitigeren door een duidelijke waarderingsmethodiek te hanteren en daar consequent aan vast te houden.

De langetermijnhorizon samen met de gedisciplineerde aanpak omtrent waardering betekent echter ook dat wij niet in alle marktomstandigheden een tot de verbeelding sprekend rendement behalen. Zo is er sinds het vierde kwartaal van 2020 tot nu, duidelijk sprake van euforie op de financiële markten. Ook in deze omstandigheden proberen we vast te houden aan onze uitgangspunten. We zijn niet bereid inferieure bedrijven in de portefeuille op te nemen die tijdelijk een opleving laten zien maar die vroeg of laat in zwaar weer komen. Daarnaast zijn we ook niet bereid bedrijven die veel minder risico kennen, tegen elke prijs in de portefeuille te houden of op te nemen.

Als gevolg laat het Juno Continuation Fund in 2021 een rendement zien dat teleurstellend is. Veel van onze bedrijven worden dit jaar door de markt niet gewaardeerd en er is in meerdere gevallen zelfs sprake van negatief koersverloop. We zijn ervan overtuigd, ook door ervaringen met soortgelijke omstandigheden, dat de fundamentele ontwikkelingen uiteindelijk zwaarder zullen wegen dan momenteel het geval is.

Het rendement van het fonds dit jaar weerspreekt dan ook in het geheel niet de prima voortgang die de bedrijven in portefeuille dit jaar boeken. Ten tijde van schrijven zijn de derdekwartalcijfers weliswaar nog niet bekend maar we menen dat we onze doelstelling van jaarlijks 10-15% winstgroei bij de bedrijven in portefeuille dit jaar ruimschoots gaan halen.

Zo had **Teleperformance** al een prima 2020 maar zeer waarschijnlijk een nog beter 2021; de onderneming blijft consequent marktaandeel winnen nu steeds duidelijker wordt dat de gedane investeringen in technologie zich vertalen in ongeëvenaarde kennis en flexibiliteit voor haar klanten. Consumenten willen steeds betere klantenservice en dat via verschillende kanalen, waaronder telefoon, email en apps. De voorsprong die marktleider Teleperformance heeft op haar concurrenten lijkt versneld te groeien.

Ook **ICON** kende een prima start van het jaar. De onderneming laat horen dat klanten zeer positief reageren op de acquisitie van **PRA** waardoor het dienstenaanbod wordt verbreed. Daarnaast profiteert de onderneming maximaal van de tijdens de pandemie ontwikkelde manieren om patiënten en artsen ‘virtueel’ bij elkaar te brengen waardoor de werkzaamheden kunnen doorgaan ook al zijn er COVID-19-restricties.

De door **Soitec** ontwikkelde technologie ter verbetering van de efficiëntie van halfgeleiders krijgt steeds meer erkenning en is dan ook ruim vertegenwoordigd in de nieuwste generatie iPhones. De onderneming produceert momenteel op volle capaciteit en is ‘uitverkocht’ tot het eind van het jaar.

Zowel **Logitech** als **GN Store Nord** profiteren van de trend waarbij thuis- en flexwerken deel blijven uitmaken van hoe bedrijven met hun werknemers omgaan. Daarnaast spint Logitech, en in mindere mate GN Store Nord, ook garen bij de groeiende populariteit van Gaming.

De kortetermijnoverwegingen die de markt dicteren, leiden zoals gezegd tot een teleurstellende koersontwikkeling van meerdere posities in het fonds. Maar ook ondernemingen die wij niet in portefeuille hadden, kregen hier, vaak onterecht, last van. Zolang er sprake is van solide onderliggende bedrijfsontwikkelingen, kan dat een moment zijn om een positie te initiëren.

Het Franse **Ubisoft** werd in 1986 opgericht in een buitenwijk van Parijs door vijf broers uit de Guillemot familie. De familie had een achtergrond in de dienstverlening, maar de broers zagen begin jaren '80 de kans om de familieonderneming te diversifiëren door als distributeur op te treden van computer hard- en software, waaronder ook videospellen.

De broers zagen in de vroege jaren de opkomst videospellen van dichtbij en besloten niet slechts distributeur te willen zijn, maar zich ook te gaan richten op het daadwerkelijk ontwikkelen van spellen in eigen beheer. Hiervoor werd Ubisoft opgericht met de telg Yves Guillemot tot vandaag de dag aan het hoofd. Ook de andere broers zijn nog steeds actief bij de onderneming betrokken en hebben gezamenlijk nog ruim 15% van de aandelen in handen. Andere medewerkers zijn voor circa 4% eigenaar en ook het Chinese Tencent is strategisch aandeelhouder met een belang van 5%.

Ubisoft is vandaag de dag eigenaar en ontwikkelaar van een aantal van de best bekende videogame 'merken' ter wereld, waaronder Assassin's Creed, Far Cry, de Tom Clancy-reeks, Rayman en Prince of Persia.

In 1995 had de onderneming het eerste grote succes uit eigen koker met de release van Rayman en in 1996 kreeg Ubisoft een beursnotering. Met het verworven kapitaal werden wereldwijd game-ontwikkelingsstudio's opgericht in onder meer Shanghai, Montreal en Milaan. De focus is voornamelijk gericht op de ontwikkeling van nieuwe merken in eigen beheer en het uitbaten van succesvolle franchises met bewezen populariteit, zoals Assassin's Creed en Far Cry als voornaamste recente voorbeelden. Beide titels hebben in de loop der jaren tientallen miljoenen exemplaren verkocht.

In het moderne gamestijdperk ligt de expertise van Ubisoft onder meer in het bouwen van grote, open werelden waar spelers veel vrijheid krijgen om de verhalende spellen naar eigen inzicht uit te spelen. Het nadeel aan dit type spel zijn de relatief hogere ontwikkelingskosten, maar dit wordt in toenemende mate gecompenseerd doordat bestaande titels zich steeds beter lenen om na release te worden voorzien van updates en uitbreidingen tegen een relatief gunstige marge. De omzetbijdrage uit speluitbreidingen was in het afgelopen jaar al één-derde van het totaal.

De toenemende levensduur van de spellen blijkt ook uit de verkoop van games uit de zogenaamde 'back-catalogue'; games en speluitbreidingen die voorafgaand aan het lopende jaar op de markt werden gebracht. Ook deze verkopen nemen stelselmatig toe en waren in het afgelopen fiscale jaar al goed voor 58% van de totale omzet.

De combinatie van bestaande titels die langer worden ondersteund en een catalogus die langer relevant blijft, zorgt ervoor dat de afhankelijkheid van alleen nieuwe games in het huidige jaar afneemt en het business model in toenemende mate voorspelbaar wordt. Ook heeft Ubisoft een brede portefeuille van sterke titels, waarvan elk jaar meerdere nieuwe game releases op stapel staan en de afhankelijkheid van één enkele game verder wordt ingedamd.

De uitbraak van de covid-19-pandemie heeft de games-sector de wind in de rug gegeven, met een snelgroeiend publiek dat vaker dan gewoonlijk thuis zat. Het genoodzaakte thuiswerkmodel leent zich echter in mindere mate voor de creatieve industrie waarin Ubisoft zich bevindt. Als gevolg hiervan heeft Ubisoft dit jaar de lancering van twee titels met enkele maanden moeten vertragen. Ook is er in het afgelopen jaar veel aandacht geweest voor personele misstanden in de games-industrie in het algemeen en ook Ubisoft heeft erkend dat de interne cultuur niet altijd heeft voldaan aan de eigen bedrijfswaarden. De interne bedrijfsstructuur is op vele manieren versterkt. Op bestuursniveau bijvoorbeeld via aanstelling van een bestuurslid dat de bedrijfscultuur bewaakt en een reorganisatie van de afdeling personeelszaken. Onder meer deze factoren hebben in het afgelopen jaar een koersdaling tot gevolg gehad.

Wij vinden de games-sector een aantrekkelijke markt aangezien het aantal spelers jaar op jaar sterk toeneemt en het aantal speluren en consumentenbestedingen eveneens toeneemt. Daarnaast is er sprake van een consolidatieslag en is Ubisoft één van de handvol onafhankelijke ontwikkelingsstudio's die in staat zijn 'grote' titels te maken. Dat hangt niet alleen af van een groot budget, maar vereist ook veel talent en (intern ontwikkelde) technologie.

Dit zien we bijvoorbeeld ook terug in het vertrouwen dat Disney uitsprekt door Ubisoft het nieuwe Star Wars spel te laten ontwikkelen. Tot slot is Ubisoft eigenaar van een diepe bibliotheek aan ('slappende') intellectuele eigendommen. Ondanks de goede vooruitzichten is het aandeel dit jaar samen met de bredere games-sector flink gedaald en ook onder het niveau van begin 2020 beland. Daarom hebben wij in september, na die flinke koersdaling, een initiële positie genomen in Ubisoft van circa 3,5%

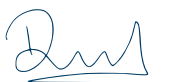
Vooruitzichten

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 justificeren, 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 Continuation Fund,



Rob Deneke



Duncan Siewe

Juno Continuation Fund: Historisch Rendement

	Juno Continuation Fund	MSCI Europe MidCap Index	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2020 *	+ 10%	+ 5%	+ 8%	+ 1%
1 ^e kwartaal 2021	+ 3%	+ 7%	+ 12%	- 2%
2 ^e kwartaal 2021	+ 3%	+ 7%	+ 5%	0%
3 ^e kwartaal 2021	- 4%	0%	+ 6%	0%
2021	+ 2%	+ 15%	+ 25%	- 2%
Sinds start *	+ 12%	+ 20%	+ 35%	- 1%
Jaarlijks samengesteld	6,9%	11,7%	19,8%	-0,6%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
ICON	Ierland
Teleperformance	Frankrijk
SimCorp	Denemarken
Elekta	Zweden
Logitech	Zwitserland

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 Continuation Fund.

Lange Voorhout 16
2514 EE, Den Haag, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com

