



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

## Verslag over het eerste kwartaal 2018



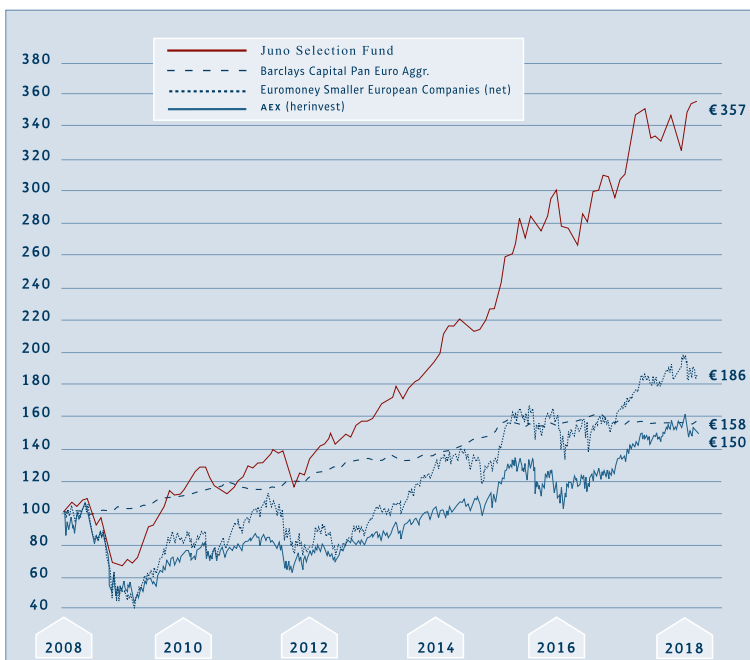
## Verslag over het eerste kwartaal 2018

### Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van **€ 357,45** per participatie. Dat is een stijging van 9,7% gedurende de eerste drie maanden van het jaar.

Het rendement gedurende het eerste kwartaal was duidelijk sterker dan elders in Europa kon worden behaald met een investering in een index. De Euromoney Smaller Company Index daalde met 3,1%, terwijl de Nederlandse AEX-index ook daalde, met 2,4%.

Gedurende dit kwartaal werd een belangrijke mijlpaal bereikt. Op 11 januari 2018 bestond het Juno Selection Fund precies tien jaar. Zowel het behaalde rendement als de gerealiseerde groei in het belegde vermogen stemmen tot tevredenheid.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

In februari is **Technogym** aan de portefeuille toegevoegd. De Italiaanse producent van premium fitnessapparatuur werd in 1983 opgericht door Nerio Alessandri, nog steeds de CEO van dit familiebedrijf uit Cesena. De naam en filosofie van de onderneming zijn een samenvoeging van technologie en fitness. De visie van Alessandri was dan ook het verbeteren van de fitnesservaring door middel van technologie. Op 22-jarige leeftijd zet hij in zijn garage zijn eerste krachtsportmachine in elkaar en een jaar na de oprichting van het bedrijf werd de eerste productlijn van krachtapparatuur gelanceerd. Daarop volgt al snel de rest van het palet aan sportapparatuur inclusief cardio-apparaten, met als gemene deler vooruitstrevende en hoogwaardige techniek gecombineerd met stijlvol Italiaans design. Sinds 2000 is Technogym de exclusieve leverancier van de Olympische Spelen.

In de jaren '90 is Technogym al technologisch marktleider met introducties zoals ingebouwde hartslagmonitors en een persoonlijke elektronische sleutel, waarop de gebruiker per apparaat sportprogramma's en bijhorende data kan bijhouden. De sporttoestellen van Technogym zijn al ruim 10 jaar verbonden aan het internet en er kunnen trainingprogramma's op de eigen telefoon worden gevolgd via de 'MyWellness Cloud' software. Daarnaast krijgen de sportscholen via diezelfde Cloud inzage in het gebruik van hun apparatuur. Dat helpt bij preventief onderhoud maar geeft ook inzage het sportgedrag van het klantenbestand: bezoekers die hun sportdoelstellingen niet behalen, minder komen en mogelijk hun lidmaatschap op gaan zeggen, kunnen zo worden gesignaleerd en opnieuw worden gemotiveerd met nieuwe acties en op maat gesneden sportprogramma's.

Het toenemende gebruik van de Technogym software in sportscholen geeft een extra reden om trouw te blijven aan de leverancier; bestaande klanten maken het merendeel uit van de incrementele omzetgroei. Daarbij zorgt de vervangingscyclus van 5 tot 7 jaar voor recurrente omzet. In de competitieve fitnessmarkt trekken sportscholen met nieuwe(re) apparatuur gemakkelijker leden aan.

Daarbij heeft het innovatieve Technogym een streepje voor op de concurrentie door de superieure klantbeleving. De grootste concurrenten, Precor en Life Fitness, zijn beiden onderdeel van grote conglomeraten waarin sportapparatuur niet centraal staat. Als gevolg daarvan hebben zij de afgelopen jaren relatief weinig geïnvesteerd in hun producten en verkoopapparaat. Dat biedt mooie kansen voor Technogym met technologisch betere producten en een eigen direct sales team.

Technogym is inmiddels uitgegroeid tot een gefocuste wereldspeler die actief is in meer dan honderd landen. Dagelijks trainen 40 miljoen mensen op Technogym apparatuur in ruim 65.000 sportscholen en 200.000 huishoudens. Ruim 90% van de omzet wordt buiten Italië gerealiseerd en 40% buiten Europa, waarbij momenteel sterke groei wordt geboekt in de VS en China. In de VS is Technogym nu nog ondervertegenwoordigd met een marktaandeel van minder dan 15%, maar sinds een aantal jaar is ze daar aan een inhaalslag begonnen en het afgelopen jaar groeide de omzet er met 20%.

In 2016 kende Technogym haar beursdebuut in Milaan. Oprichter en CEO Alessandri heeft zijn aandelen aangehouden die een belang van 51,7% in de onderneming vertegenwoordigen. De onderneming heeft al jaren achtereen een zeer gezonde groei getoond evenals margeverbeteringen door een efficiëntere aansturing van de organisatie en schaalvoordelen in de productie. Heel recent rapporteerde het over 2017 een organische omzetgroei van 9% tot EUR 598 miljoen en steeg de operationele marge flink tot 15,3%. De onderneming genereerde een winstniveau van EUR 61 miljoen (+61%) waarbij de jaarlijkse afschrijvingen de investeringsbehoefte dekken en er grote vrije kasstromen zijn.

Naast eerdergenoemde factoren, zoals de intercontinentale expansie met name in de VS, is de toenemende aandacht voor 'Wellness' een positieve trend waarvan de onderneming sterk profiteert. De sportschool is allang niet langer het exclusieve domein van 'spierbundels', maar spreekt een veel bredere en groeiende doelgroep aan.

Het aandeel van de bevolking dat een lidmaatschap heeft op een sportschool neemt verder toe; met name in Azië, maar ook in Europese landen als Frankrijk, Duitsland en Italië, waar dit aandeel nog veel lager ligt dan in volwassen markten als Nederland en de VS, waar groei zal moeten worden gerealiseerd door winst in marktaandeel. Daarom denken wij dat Technogym de komende jaren haar indrukwekkende groei kan vasthouden.

Afgelopen kwartaal namen wij een nog een nieuwe positie op in het fonds: **Paradox Interactive**, ontwikkelaar en uitgever van computerspellen. Het Zweedse bedrijf, opgericht in 1999, is als ontwikkelaar succesvol geworden met strategiespellen met een historische invalshoek voor gebruik op de pc. De games staan bekend om hun diepgang en uitdaging en zijn zeer populair binnen een niche van het gamende publiek. Bekende titels zijn bijvoorbeeld Europa Universalis IV, waar men de leiding over een land in de vroegmoderne tijd neemt en Hearts of Iron IV, waar men datzelfde doet ten tijde van de Tweede Wereldoorlog. Van beide spellen zijn meer dan een miljoen exemplaren verkocht.

Karakteristiek van de spellen van Paradox is de grote mate van herspeelbaarheid. De speler kan in de speelsessie de historie herschrijven en vanuit verschillende oogpunten herspelen. De spellen zijn zo ontworpen dat iedere speelsessie wezenlijk anders is dan de vorige. Dit is een essentieel onderdeel van haar businessmodel: omdat de speler zo veel langer actief blijft met het spel is het voor Paradox aantrekkelijk om nog jarenlang alternatieve scenario's en uitbreidingen te ontwikkelen. Zo boekten Paradox spellen gelanceerd in 2012 en 2013 hun beste omzetjaar in 2017. Vanuit investeringsperspectief ziet het omzetprofiel van Paradox er daarmee eerder uit als een content-bibliotheek dan het in de gamewereld typische blockbuster-model, wat de voor ons zo gewenste voorspelbaarheid met zich meebrengt.

Het succes van Paradox wordt mede mogelijk gemaakt door de opkomst van digitale distributie van computerspellen. Via het fysieke distributiekanaal was het voorheen lastig voor een kleine uitgever als Paradox om haar publiek te bereiken.

De opkomst van digitale distributieplatformen als Steam, met inmiddels 300 miljoen gebruikers, heeft ertoe geleid dat wereldwijd iedere maand bijna 2 miljoen mensen een Paradox spel spelen. Ook zou het zonder digitale distributie onmogelijk zijn voor Paradox haar grote bibliotheek aan speluitbreidingen zo gemakkelijk aan te bieden. Dankzij digitale distributie is het businessmodel van Paradox dus veel schaalbaarder en daarmee aantrekkelijker geworden.

Naast het zelf ontwikkelen en uitgeven van titels is Paradox ook actief als uitgever voor de computerspellen van derden. Als uitgever financiert het veelal kleinere studios met veelbelovende titels in ontwikkeling en biedt hen ondersteuning op het gebied van bijvoorbeeld marketing. Een van de grote successen is de stedenbouwer Cities Skylines. Van dit spel, ontwikkeld door de kleine Finse studio Colossal Order, zijn sinds maart 2015 reeds vijf miljoen exemplaren verkocht en het aantal spelers groeit nog dagelijks.

Ook neemt Paradox sommige van deze kleine studios over. Zo werd in 2017, dicht bij huis, het Delftse Triumph Studios overgenomen. Paradox ziet haar activiteiten op dit gebied de komende jaren toenemen en een belangrijke groeipoot worden. Veel kleine ontwikkelaars van computerspellen hebben het namelijk moeilijk; enerzijds door stijgende ontwikkelkosten en anderzijds met het bereiken van een nieuw publiek. CEO (en grootaandeelhouder met 33%) Fred Wester ziet dusdanig veel mogelijkheden op dit gebied dat hij zich hier in een nieuwe rol als Executive Chairman volledig op wil concentreren. De nieuw aangestelde vrouwelijke CEO Ebba Ljungerud neemt in augustus de leiding over de dagelijkse operationele zaken van Wester.

Het bedrijf kent geen schuld en een zeer hoge vrije kasstroom. Ondanks dat Paradox in 2017 slechts één (kleine) nieuwe titel uitbracht, steeg de omzet met 24% naar EUR 80 miljoen. De nettowinst kwam uit op EUR 26 miljoen. Met de meerdere reeds aangekondigde nieuwe titels voor 2018 en 2019 wordt een sterke basis gelegd voor verdere winstgroei in de komende jaren.



## Vooruitzichten

Ondanks periodieke aandacht voor oplopende rentestanden, zien we er momenteel erg weinig van terug. De rente op staatsobligaties blijft gewoon rond de 0,5% noteren. Dat de renteniveaus op termijn zullen normaliseren, is duidelijk. Wij zijn echter van mening dat de huidige lage niveaus nog lang kunnen aanhouden, ondanks eerste signalen van krapte op de arbeidsmarkt, vaak een goede indicatie van oplopende inflatie.

Gedurende de afgelopen 10 jaar hebben we kunnen vaststellen dat de gerapporteerde winsten van bedrijven met een notering aan Europese aandelenmarkten, slechts mondjesmaat toenamen. Geholpen door lagere rentestanden en daardoor opgelopen koerswinstverhoudingen, kon er toch nog gemiddeld 6% (Euromoney Smaller Europe) tot 4% (AEX) per jaar worden verdiend door beleggers.

Het gemiddelde jaarlijkse rendement van 13,3% dat de afgelopen 10 jaar met het Juno Selection Fund werd behaald, is daarmee ruim tweemaal hoger dan elders in Europa met beleggen in een index werd bereikt. Het geheim zit in Juno's strenge selectie van sterk geleide familiebedrijven, die jaar op jaar hun winsten op redelijk voorspelbare wijze kunnen groeien. Ook in 2017 steeg de geaggregeerde winst van uw bedrijven weer binnen de door ons beoogde bandbreedte van 10-15%.

Aanhoudend lage rentestanden gecombineerd met onze (prudente) verwachtingen voor toekomstige winstgroei, maken dat we optimistisch blijven voor zowel de korte en langere termijn en we ernaar uitkijken ook de komende 10 jaar weer mooie investeringsresultaten voor u te mogen neerzetten.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	Euromoney 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%	+ 13%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	- 0%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2018	+ 10%	- 3%	- 2%	+ 1%
2018	+ 10%	- 3%	- 2%	+ 1%
<b>Sinds start *</b>	<b>+257%</b>	<b>+ 86%</b>	<b>+ 51%</b>	<b>+ 56%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	<b>13,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>

## Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Grenke	Duitsland
Brembo	Italië
Sartorius	Duitsland
Stratec	Duitsland



Verslag over het eerste kwartaal 2018.

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

Dit rapport is in april 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)

