



**JUNO**  
Continuation Fund

Verslag over het derde kwartaal

## Verslag over het derde kwartaal 2020



## Verslag over het derde kwartaal 2020

### Rendement Juno Continuation Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van € **107,75** per participatie. Ondanks de pandemie die de wereld nog steeds in zijn greep houdt, zet de positieve trend van het tweede kwartaal door in het derde kwartaal met een performance van +7,1%. Over de eerste 8 maanden sinds de oprichting, laat het fonds nu in totaal een rendement zien van +7,8%.

Hiermee laten we de markt achter ons. De MSCI Europe Midcap index daalde over dezelfde periode -7,8%, terwijl de Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) sinds 1 februari 2020 een verlies van -5,9% noteert.

### Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Gedurende het kwartaal werden vier posities, die voorheen al sterk waren gereduceerd, geheel verkocht, hetgeen we als een uitzonderlijk hoog aantal bestempelen. Hoewel we overtuigd langetermijnbelegger zijn, kunnen we de veranderde economische realiteit echter niet negeren. Het coronavirus en de maatregelen hieromtrent hebben immers ook een negatieve uitwerking op veel bedrijven die normaliter weinig last hebben van externe schokken.

Onze beleggingsstrategie heeft als speerpunt een hoge mate van voorspelbaarheid van de omzet- en winstontwikkeling bij de bedrijven waarin wordt belegd. Omdat de impact en duur van de huidige situatie, alsmede het risico op een eventuele 'tweede golf' niet goed in te schatten zijn, kwam deze voorspelbaarheid bij een aantal bedrijven onder druk te staan. Hoewel de bedrijven in portefeuille (erg) conservatief gefinancierd zijn en er aanhoudend winst wordt gemaakt, is het wegvallen van voorspelbaarheid voor ons reden genoeg om, naar we hopen tijdelijk, afscheid te nemen van een positie.

Als gevolg verkochten we de resterende posities in **Straumann** tandimplantaten), **B&M** (detailhandel), **Amplifon** (hoorapparaten) en **Edenred** (vouchers en tankpassen voor werknemers). Deze bedrijven voldoen aan de meeste van onze selectiecriteria en blijven op ons radarscherm. Zodra wij meer duidelijkheid hebben omtrent de verdere ontwikkelingen, kunnen we heropname in de portefeuille overwegen.

Twee, voor sommigen van u bekende, bedrijven werden aan de portefeuille toegevoegd. Juno's andere fonds, het Juno Selection Fund, investeert namelijk ook in zowel **Soitec** en **SimCorp**. Juno's fondsen mogen een maximale overlap in posities hebben van 20%, en niet meer dan vier posities. Hierdoor profiteert het Continuation Fund van de reeds opgebouwde gezamenlijke kennis en research over bedrijven. Toen Soitec en SimCorp een beurswaarde van meer dan €4 miljard bereikten, de minimale beurswaarde voor opname in het Continuation Fund, zijn ze toegevoegd aan de portefeuille.

Het Franse **Soitec** ontwikkelt en produceert halfgeleidermaterialen voor de chipindustrie. Het gepatenteerde *Silicon-on-Insulator* (soi) betreft een proces waarbij op atomair niveau een laagje silicium op de printplaat wordt aangebracht. Dit leidt tot verbeterde prestaties op het gebied van energiezuinigheid en rekenkracht. Deze Soitec-materialen worden al volop gebruikt in antenne-modules van smartphones. De komst van 5G zal het gebruik van Soitec-materialen in telefoons verder doen toenemen. Andere Soitec-producten vinden hun weg naar toepassingen als data centra, auto's en talloze *'Internet-of-Things'*-toepassingen.

**SimCorp** is een Deense softwareontwikkelaar, vooral bekend van het softwarepakket Dimension. Deze software is het centrale systeem binnen de operationele activiteiten van financiële instellingen en in het bijzonder van grotere vermogensbeheerders, pensioenfondsen en verzekeraars. De onderneming werd in 1971 opgericht in Kopenhagen en heeft een jaarlijkse omzet van ruim 450 miljoen euro. Dimension bestaat uit een scala aan modules met betrekking tot onder andere data management, rapportage, boekhouding en andere backoffice functionaliteiten.

In de afgelopen jaren heeft de onderneming het softwarepakket uitgebreid met zogenoemde '*middle*' en '*front*' office modules. Deze omvatten bijvoorbeeld performance meting en risicobeheer, maar ook een handelssysteem. Klanten kunnen naar eigen behoefte kiezen uit de gewenste modules en desgewenst stapsgewijs migreren naar een volledige '*front-to-back*' integratie van het systeem.

De klanten die voor SimCorp kiezen zijn veelal partijen die tot voor kort werkten met in eigen beheer ontwikkelde systemen. Echter, door de toegenomen wet- en regelgeving, grotere focus op risicobeheersing en IT-beveiliging zijn dit soort 'ad hoc' ontwikkelde oplossingen in veel gevallen niet langer voldoende opgewassen tegen steeds stringenter externe eisen en de eigen interne wensen op het gebied van gebruiksgemak en functionaliteiten. Omzetgroei komt niet alleen door de aanwas van nieuwe klanten, maar vooral ook door de diepere integratie bij bestaande relaties. SimCorp onderscheidt een drietal inkomstenstromen. Wanneer een klant een nieuw contract afsluit wordt er een initiële licentievergoeding betaald. Daarnaast is er een jaarlijks terugkerende onderhoudsvergoeding voor updates en ondersteuning. Deze is ongeveer gelijk aan 20% van het initiële licentiebedrag. Tot slot moet de software ook geïnstalleerd worden, wat door de diepe integratie met de andere systemen en infrastructuur van de klanten een complex en tijdrovend – soms jarenlang – proces is. Veelal worden hiervoor consultants van SimCorp ingehuurd. Vervolgens kiezen klanten er vaak voor om additionele modules af te nemen, met wederom de genoemde drie inkomensstromen.

De onderneming heeft dankzij de stabiel groeiende onderhoudsvergoedingen aan het begin van het jaar al een uitstekende zichtbaarheid op de omzet- en winstontwikkeling. De omzetbijdrage uit onderhoudsvergoedingen is ruim 40% en bovengemiddeld winstgevend. Naarmate de klantenbasis groeit neemt de relatieve bijdrage uit deze categorie ook toe, waardoor de voorspelbaarheid van de winst steeds groter wordt. De afgelopen jaren is er in de software-industrie een sterke opkomst van een nieuwe abonnementsvorm ('*Software-as-a-Service*', SaaS) die in plaats van een perpetuele licentievergoeding komt.

Dat valt samen met de opmars van 'Cloud' diensten, waarbij de software niet langer lokaal wordt geïnstalleerd, maar via het internet overal beschikbaar kan worden gemaakt en gemakkelijk kan worden geüpdatet. Bij het SaaS-model betaalt de klant elk jaar eenzelfde jaarlijkse vergoeding in plaats van een initieel hoge licentievergoeding en in de jaren daarop een lagere onderhoudsvergoeding. Ook SimCorp biedt deze abonnementsvorm aan, waardoor de inkomsten zich de afgelopen jaren minder snel hebben ontwikkeld dan onder het licentiemodel het geval was geweest. Echter, op langere termijn nemen de inkomsten en winstgevendheid per klant onder het nieuwe SaaS-model juist toe.

Het concurrentiële speelveld is de afgelopen jaren uitgedund. Het Amerikaanse softwarepakket Aladdin is overgebleven als voornaamste alternatief voor Dimension. Dit risicosysteem werd door de grootste vermogensbeheerder ter wereld (Blackrock) oorspronkelijk voor eigen gebruik ontwikkeld. SimCorp is de grootste onafhankelijke aanbieder van software aan de vermogensbeheerindustrie. De onderneming is slechts beperkt geraakt door de coronacrisis en de industrie heeft zich snel aangepast aan de nieuwe werkelijkheid. Klantcontact en contractbesprekingen vinden digitaal plaats en implementatiewerkzaamheden kunnen dankzij de Cloud efficiënt op afstand worden uitgevoerd. Wij zien voor SimCorp de komende jaren aanhoudende groei mogelijkheden door verdere penetratie bij bestaande klanten, alsmede uitbreiding van het marktaandeel in bestaande en nieuwe geografieën.

Het Zweedse **Elekta** ontwikkelt zogenoemde '*linear particle accelerators*' (Linacs), radiotherapiemachines die worden ingezet om kanker te bestralen. Deze worden wereldwijd gebruikt door ziekenhuizen en specialistische klinieken. Elekta werd in 1972 opgericht door Lars Leksell en zijn zoon Laurent. Laatstgenoemde leidde het bedrijf tot 2005 en is nog altijd hoofd van de Raad van Commissarissen.

Naast de activiteiten op het gebied van 'hardware' ontwikkelt Elekta het softwarepakket **mosaiq** dat wordt gebruikt door de gehele afdeling oncologie voor het plannen, voorbereiden en uitvoeren van behandelingen.

Steeds vaker zijn patiënten onderhevig aan een breed scala aan behandelingen, al dan niet in combinatie met bestralingstherapie, zoals chemo-, immunotherapie en chirurgie. De software helpt deze complexe behandeltrajecten overzichtelijk te houden voor de specialisten zodat zij hun patiënten beter kunnen begeleiden. Hardware en software dragen jaarlijks circa 60% aan Elekta's omzet bij. De overige circa 40% van de omzet wordt behaald uit dienstverlening en onderhoud aan het wereldwijde netwerk van reeds 4.500 geïnstalleerde Linacs.

De opkomst van '*stereotactic body radiation therapy*' (SBRT) zorgt voor een (vervroegde) noodzaak aan upgrades van oude apparatuur. Deze behandelmethode kenmerkt zich door bestraling met een hogere dosis vanuit verscheidende hoeken met meer stralen om de tumor preciezer te kunnen raken, waardoor het omliggende gezonde weefsel veel beter bespaard blijft en er minder behandelingsessies nodig zijn.

Naast deze ontwikkeling is Elekta ook al jarenlang innovatieleider op het gebied van MRI-begeleide bestralingsbehandelingen. Dat wil zeggen, radiotherapie die nog preciezer kan worden aangestuurd en gedoseerd dan SBRT middels het 'live' volgen op beeld van de tumor tijdens iedere behandelingsessie. Normaliter wordt voorafgaand aan een behandeltraject eenmalig een MRI gemaakt die dient als basis voor de bestralingsbehandeling. Maar tumoren zijn niet statisch binnen het lichaam en ook de patiënt zelf beweegt tijdens een behandeling vaak onbedoeld, bijvoorbeeld door in- en uit te ademen. De combinatie van een Linac met een MRI-machine (MR/RT) biedt hier uitkomst.

Op korte termijn kan de Corona-crisis Elekta wellicht wat hoofdbrekens bezorgen op het gebied van nieuwe orders en groei van het orderboek. De onderneming kan echter ruim interen op het reeds bestaande orderboek, terwijl onderliggende marktgroei, recente productlanceringen alsmede de toenemende vraag uit opkomende landen hen de komende jaren moet kunnen voorzien van aanzienlijke groei. Het overnamebod dat in augustus door Siemens Healthineers op concurrent Varian is uitgebracht, lijkt trouwens een bevestiging dat de radiotherapiemarkt een attractieve markt is.



## Vooruitzichten

De covid 19-pandemie blijft het dagelijks leven en de financiële markten in haar greep houden. Het aantal besmettingen loopt in grote delen van de wereld snel op, maatregelen om verdere verspreiding tegen te gaan worden talrijker en er is nog geen concreet uitzicht op een vaccin of behandeling. Ondanks steunpakketten lijden veel bedrijfstakken onder de situatie, met aanhoudende ontslaggolven wereldwijd tot gevolg. Toekomstige economische gevolgen zijn nog steeds erg lastig in te schatten.

Daarnaast zijn er andere, langetermijnontwikkelingen die doorgaan. De energietransitie, klimaatverandering, robotisering en deglobalisering lijken vergaande gevolgen te hebben. Ondanks, en in sommige gevallen ook als gevolg van, de Covid-problematiek blijven deze ontwikkelingen relevant of komen zelfs in een stroomversnelling.

De bedrijven in de portefeuille van het Juno Continuation Fund ontwikkelen zich ook in deze context bovengemiddeld. Hoewel niet elke onderneming in de portefeuille dit jaar een toenemende winst laat zien, verwachten wij voor het jaar 2020 een gewogen groei in de winst per aandeel van ongeveer 9%. Daarmee wordt de kwaliteitscomponent van de groei onderstreept; grotendeels onafhankelijk van externe omstandigheden blijken deze ondernemingen in staat toenemende omzet en winst te laten zien.

De algemene onzekerheid en opgelopen koersen in bepaalde sectoren, maken dat wij onze aanzienlijke cashpositie gedurende het kwartaal nog niet hebben aangewend. We zijn niet bereid concessies te doen aan onze criteria maar staan klaar om de liquiditeiten in te zetten zodra een aantrekkelijke mogelijkheid zich voordoet.

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
1 <sup>e</sup> kwartaal 2020 *	- 12%	- 25%	- 18%	- 0%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2020	+ 15%	+ 17%	+ 17%	+ 2%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2020	+ 7%	+ 5%	- 2%	+ 1%
<b>2020 *</b>	<b>+ 8%</b>	<b>- 8%</b>	<b>- 6%</b>	<b>- 0%</b>

\* ) fondsbegin: 1 februari 2020

## Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
Logitech	Zwitserland
SimCorp	Denemarken
ICON	Ierland
Just Eat Takeaway	Nederland



## 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 2020.

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

Dit rapport is in oktober 2020 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](http://www.juno-invest.com)

