



JUNO
Selection Fund

Verslag over het derde kwartaal

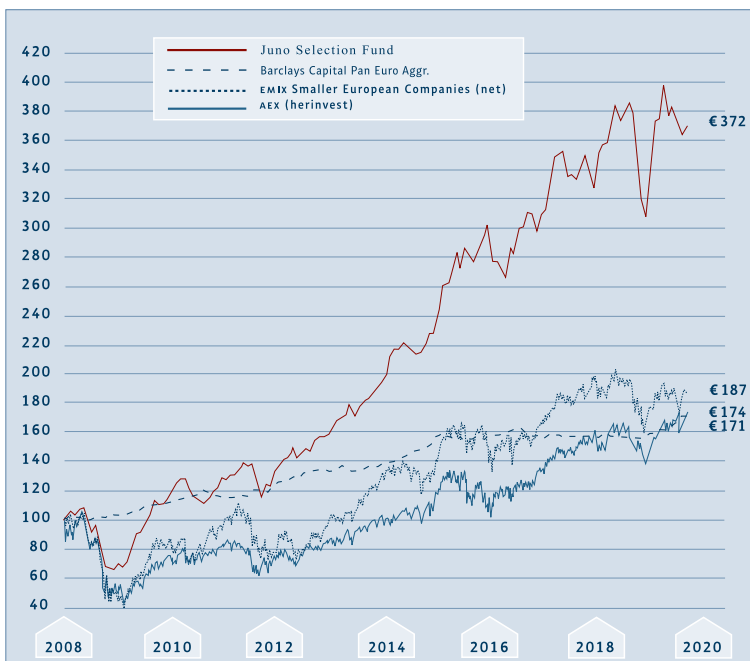
Verslag over het derde kwartaal 2019

Verslag over het derde kwartaal 2019

Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 371,85** per participatie. Net als vorig jaar, was het eerste halfjaar sterk, gevolgd door een minder goed derde kwartaal. De afgelopen drie maanden bedroeg het rendement $-3,8\%$. Na de eerste negen maanden van het jaar staan we daardoor op een rendement van $+20,6\%$.

De index van Europese middelgrote en kleinere ondernemingen liep dit jaar op met $+15,5\%$, gemeten aan de hand van de EMIX index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteed) steeg in 2019 na negen maanden met $+22,2\%$.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Eind juli verraste **Grenke**, leasespecialist voor kleine bedragen, ons met een winstwaarschuwing. Als gevolg van het oplopen van het aantal verliesgevende contracten (*loss rate*), moest Grenke haar winstverwachting voor 2019 verlagen naar een groei van 10%, waar zij eerder nog uitging van een winstgroei van ongeveer 20%. De *loss rate* was de laatste jaren op een historisch laag niveau gekomen. Daarom hielden ook wij al rekening met een hogere loss rate, alleen niet dusdanig als waar de onderneming nu mee naar buiten kwam. Een groot gedeelte van het verschil in onze verwachting en de realiteit van Grenke kan daarnaast ook nog verklaard worden door een verandering in de boekhoudregels.

Tot 1 januari 2018 boekte Grenke alleen de *gerealiseerde* verliezen via haar winst & verliesrekening, maar sinds dat jaar moet zij onder IFRS 9 ook reserveren voor de *verwachte toekomstige* verliesgevende contracten. In het tweede kwartaal zag Grenke het aantal verlieslatende contracten die getekend waren vóór 1 januari 2018 ook toenemen en heeft ze tevens de reservering voor de toekomst vergroot. Hierdoor ontstaat er een dubbel effect ten opzichte van het verleden. Dat verklaart een groot gedeelte van de winstwaarschuwing.

In het verleden heeft Grenke laten zien ook in economisch uitdagende tijden (zoals in 2008, 2009 en 2010) te groeien met een goede inschatting van de risico's van haar klanten via haar eigen data gedreven *risk – scorings* model. Wij gaan ervan uit dat het model nog steeds goed werkt en zelfs beter is geworden dan tien jaar geleden. De afgelopen jaren was de loss rate aan de lage kant, iets wat Grenke zelf ook altijd aangaf. Nu zien we een normalisatie naar het historisch gemiddelde.

In ons recente gesprek met het management van Grenke gaven ze aan dat ze juist in deze economisch moeilijkere tijden goed gepositioneerd zijn om met haar lease producten te groeien.

Ze zijn kostenleider, hebben goede toegang tot de kapitaalmarkt en de verleaste producten in haar portefeuille worden steeds gediversifieerder. Was het aantal IT gerelateerde producten vijf jaar geleden nog boven de 90%, inmiddels is dat gezakt tot onder de 65%. Voor ons een belangrijke positieve ontwikkeling omdat we printers, kopieerapparaten en servers niet bepaald een groeimarkt vinden.

Bovendien kondigde Grenke aan in 2020 haar eerste sales kantoor in de VS te open. Grenke is al een aantal jaar actief in Canada en is daar erg succesvol. Hopelijk gaat dat ook voor de VS gelden.

Kortom, de eerste winstwaarschuwing sinds 10 jaar van Grenke heeft ons natuurlijk teleurgesteld, desalniettemin zijn haar sterke fundamenten niet aangetast. Onze investeringscasus is intact en voor de komende jaren rekenen wij op een gezonde winstgroei van 15% per jaar.

Eind juni hebben wij een positie genomen in het Franse **Soitec**; een ontwikkelaar en producent van speciale halfgeleidermaterialen voor de chipindustrie. De onderneming werd in 1992 gevormd via een afsplitsing van Leti, het in Grenoble gevestigde gerenommeerde onderzoekshuis op het gebied van micro-electronica. Vandaag de dag bezit Leti nog 11,5% van de aandelen in Soitec, dat een beurswaarde heeft van circa € 3 miljard.

Het meest bekende halfgeleidermateriaal is silicium en vrijwel alle chips worden dan ook op een silicium basis geprint. In de afgelopen jaren loopt men echter tegen het einde van de zogenoemde 'wet van Moore' aan; een voorgespiegelde tweejaarlijkse verdubbeling van het aantal transistoren op een chip. De industrie heeft zich grotendeels volgens deze 'wet' ontwikkeld en dit ging gepaard met een decennialange miniaturisatietrend. Echter, de miljarden dollars aan ontwikkelingskosten wegen steeds zwaarder op de incrementele voordelen.

Daarom worden er naar alternatieve materialen en composieten gekeken om op een andere wijze betere chip-prestaties te realiseren tegen aanvaardbare kosten.

Soitec is een pionier in deze zoektocht met als belangrijkste innovatie '*silicon-on-insulator*' (soi). Bij deze technologie wordt een speciaal laagje aan de standaard silicium wafer toegevoegd. Het proces van het splitsen van de silicium wafer en het op atomair niveau toevoegen van een of meerdere lagen aan isolerend materiaal is de kerncapaciteit van Soitec, dat onder meer via patenten is beschermd. Dankzij de isolerende laag zorgt soi ervoor dat het weglekken van elektronen wordt voorkomen. Hierdoor worden de prestaties van een chipset beter en energiezuiniger.

Soitec heeft decennialang gewerkt aan de gepatenteerde technologie en patenteert jaarlijks verbeteringen die het realiseert in het eindproduct en proces. Daarmee heeft het een monopoliepositie op het gebied van soi opgebouwd. De toepassing ervan is echter sterk afhankelijk van de beschikbaarheid van speciaal aan soi aangepaste chipproductielocaties, ook wel bekend als zogenaamde '*fabs*'. Dit resulteerde in een kip-en-ei probleem. De chipontwerpers hadden geen interesse in de technologie zolang er geen fabs beschikbaar waren en de faberijen hadden geen zin om productiecapaciteit neer te zetten zolang er geen concrete vraag was.

Pas de afgelopen jaren is daar verandering in gekomen. Zo heeft Soitec belangrijke partners zoals Samsung en Global Foundries aan boord weten te krijgen. Beide hebben lange termijn afspraken met Soitec voor de aanlevering van soi-wafers. Hierdoor heeft Soitec de benodigde zekerheid om verdere eigen productiecapaciteit op te bouwen. De komende jaren wordt er € 700 miljoen uitgetrokken voor uitbreiding van capaciteit in Grenoble en Singapore.

soi is nu al gemeengoed in smartphones en wordt gebruikt in de zender-ontvanger van modems. De opkomst van 5G en de toename van het aantal bandbreedtes voorspelt een verdere groei in soi inhoud per smartphone, maar ook 5G infrastructuur zoals het aantal basestations. Verder verwachten wij een toename in het gebruik van soi in digitale applicaties zoals microcontrollers, automotive en IoT toepassingen.

Het huidige management team is in 2014 aangesteld en heeft sindsdien een uitstekend track record verworven. Daarnaast heeft Soitec een sterke RvC met de voormalige CEO van ASML als voorzitter. Recent is ook Françoise Chombar benoemd als commissaris van Soitec. Zij is oprichter en CEO van Melexis, een bedrijf dat al enige tijd deel uitmaakt van de Juno portefeuille. Melexis ontwikkelt onder meer chips op basis van soi technologie, veelal voor gebruik in de auto-industrie. Haar benoeming bevestigt onzes inziens de relevantie van soi als technologie voor de toekomst.

Ons bezoek aan het hoofdkwartier van Soitec in de Franse Alpen gaf ons verder vertrouwen in deze niche speler. In 2018 werd een organische omzetgroei van 42% gerealiseerd tot € 444 miljoen, gedreven door de adoptie van soi, terwijl dit jaar een omzetgroei van 30% wordt verwacht tegen een EBITDA-marge van circa 30%.

De reeds gecommuniceerde en gecommitteerde capaciteitsuitbreiding van zowel Soitec als haar fab partners verderop in de waardeketen, maakt dat Soitec een voorspelbaar hoog groeitraject tegemoet gaat tegen een aantrekkelijke waardering. Op basis van de huidige plannen zou Soitec bij volledige benutting van de capaciteit op middellange termijn een omzet van € 1,4 miljard behalen en er wordt in Grenoble al voorgesorteerd op verdere uitbreidingen.

Vooruitzichten

Afgelopen kwartaal verlaagde de ECB de rente wederom, waardoor de lange termijn rentes nu nog verder negatief zijn geworden. Of dit voor met name de West-Europese economieën het juiste beleid is, kunnen we ons, gezien de huidige fase van de economie, afvragen. Feit is wel dat het ervoor zorgt dat sparen of beleggen in obligaties steeds onaantrekkelijker en risicovoller begint te worden. Een gevolg daarvan is dat investeren in aandelen het meest interessante alternatief blijft.

Nadat eerst de ECB de rente verlaagde, zinspeelt ook de Amerikaanse Fed op een verdere verlaging van de rente en de start van een nieuw opkoopprogramma voor obligaties. Zonder oplopende inflatie kan dit beleid voorlopig nog wel doorgezet worden. Het helpt vooral de zwakkere economieën in deze tijd om de schade van de handelsoorlogen die Trump heeft ontketend en de onzekerheid rond Brexit te compenseren.

Zoals u hebt kunnen lezen, hebben we het afgelopen kwartaal een nieuwe positie opgenomen in de portefeuille. Daarnaast zien we als gevolg van de daling van sommige koersen, de waarderingen van enkele van onze kwaliteitsbedrijven aantrekkelijker worden. Wij zijn ervan overtuigd dat deze bedrijven ook in deze rumoerige tijden de groei van hun winstgevenheid kunnen handhaven, zonder het zicht te verliezen op de strategische keuzes en uitdagingen op de lange termijn.

Wij kijken daardoor met veel vertrouwen uit naar de toekomst.

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%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
1 ^e kwartaal 2019	+ 22%	+ 13%	+ 13%	+ 3%
2 ^e kwartaal 2019	+ 3%	+ 2%	+ 4%	+ 2%
3 ^e kwartaal 2019	- 4%	+ 1%	+ 4%	+ 3%
2019	+ 21%	+ 16%	+ 22%	+ 9%
Sinds start *	+272%	+ 89%	+ 74%	+ 69%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+11,9%	+5,6%	+ 4,8%	+ 4,6%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Grenke	Duitsland
Paradox	Zweden
cts Eventim	Duitsland
Technogym	Italië

Verslag over het derde kwartaal 2019.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in oktober 2019 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Selection Fund.

Lange Voorhout 16
2514 EE, Den Haag, Nederland

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

