



JUNO
Selection Fund

Verslag over het derde kwartaal

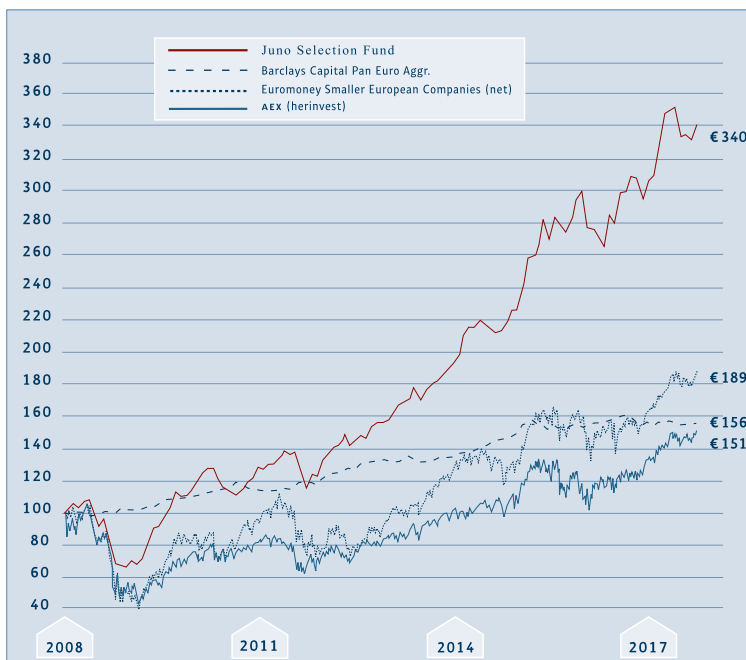
Verslag over het derde kwartaal 2017

Verslag over het derde kwartaal 2017

Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 339,52** per participatie. De stijging in het derde kwartaal bedroeg 1,7%. Daarmee hebben we de stijgende lijn die in het eerste kwartaal zo overtuigend werd neergezet, na een zwak tweede kwartaal, weer te pakken. Het rendement voor het gehele jaar 2017 staat momenteel op een plus van 10,8%.

De Euromoney Smaller European Companies Index (net) steeg met 4,1% in het derde kwartaal. Deze index staat na drie kwartalen op een winst van 15,4%. De Nederlandse AEX index steeg in het kwartaal met 6,7% en staat op 14,1% voor het jaar 2017.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Dialog, de Britse ontwerper van power management chips (PMICs), kende een onrustige eerste helft van het jaar. Een financieel analist van een kleine bank uit Duitsland speculeerde dat Apple haar afhankelijkheid van Dialog wil reduceren en in de toekomst zijn eigen PMICs wil gaan ontwerpen. Als aanwijzing zag de analist dat Apple een twintigtal ingenieurs van Dialog's iPad afdeling had aangenomen in de regio München.

Twee weken voor de publicatie van het betreffende rapport had Juno met het management van Dialog over precies deze ontwikkeling gesproken. Wij hebben in dat gesprek voldoende zekerheden gekregen om te mogen aannemen dat de speculatie van de analist ongegrond is. Apple heeft door de competitieve arbeidsmarkt voor chipontwerpers in Silicon Valley ervoor gekozen een lokaal chip-ontwerpcentrum in München te openen, waar men werkt aan nieuwe productcategorieën. Patentapplicaties suggereren dat Apple aan een Augmented Reality device werkt. Apple heeft overigens ook van andere grote chipontwerpers in de regio, zoals Intel en Infineon, werknemers aangenomen.

Belangrijk is te weten dat volgens het management van Dialog de samenwerking met Apple nog nooit zo sterk is geweest. Ruim 900 ingenieurs werken dagelijks aan de PMICs voor iPads, Macbooks en Apple Watches. Bovendien mocht Dialog ook al aankondigen dat zij reeds aan het ontwerp van de iPhone van 2019 zijn begonnen. De nieuwe smartphones hebben steeds complexere en zuinigere processoren, grotere schermen en meer sensoren. Deze trend heeft ervoor gezorgd dat er in de net gelanceerde nieuwste generatie iPhones, voor het eerst twee Dialog PMICs aanwezig zijn. Deze tweede PMIC impliceert voor Dialog een omzetgroei van ten minste 10% per verkochte smartphone.

Hoewel de relatie aantoonbaar goed blijft, heeft Dialog's management al enkele jaren zich het doel gesteld de afhankelijkheid van Apple te verminderen. Vooralsnog zijn hier kleine, maar goede successen geboekt.

Dialog heeft bijvoorbeeld een marktaandeel opgebouwd van 70% op het gebied van de zogenoemde quickcharge technologie voor opladers: hierdoor kunnen telefoons, tablets of laptops zeer veel sneller opladen. Een functie die zeer populair is bij consumenten en vooral de producenten een differentiërende factor biedt in hun productaanbod. Dialog levert deze chips aan onder meer Samsung, Huawei, LG en Xiaomi.

Ook heeft Dialog vanuit haar locatie langs de A2 bij Den Bosch, de kleinste en zuinigste Bluetooth chip in de markt ontworpen. Deze chips zijn te vinden in een zeer brede diversiteit aan producten zoals voorwerpentrackers zoals de Tile, speelgoed als de Pokemon Go Plus, bandendruksensoren in auto's en fitnessarmbanden zoals de Xiaomi Mi Band.

Begin oktober 2017 kondigde Dialog aan dat zij het Amerikaanse Silego Technologies heeft overgenomen voor een bedrag van \$ 300 miljoen. In tegenstelling tot het complexe maatwerk van Dialog, ontwerpt Silego simpelere en programmeerbare PMICs die door electronicaproductanten flexibel worden ingezet om de duur van ontwikkeltrajecten flink te verkorten en dus goedkoper te maken.

De steeds verder stijgende vraag naar zowel simpele als complexe batterijgedreven applicaties, maakt dat de vraag naar de kennis van de chipontwerpers van Dialog de komende jaren steeds verder toeneemt. Dialog komt nu al ontwerpers te kort. Wij houden vertrouwen in de koers van het bedrijf en zullen uiteraard de belangrijke relatie met Apple nauwlettend in de gaten blijven houden.

In januari 2015 schreven wij voor het laatst uitgebreid over onze positie in de Britse onderneming **Abcam**. Het is wereldwijd de grootste online verkoper van antilichamen die onmisbaar zijn in wetenschappelijk onderzoek naar de werking van cellen. Antilichamen worden bovendien ook steeds vaker ingezet binnen de diagnostiek. Over het afgelopen jaar werd bij een omzet van € 250 miljoen een winst van € 59 miljoen gerealiseerd.

Sinds haar ontstaan in 1998, heeft Abcam zich vooral ingezet om zoveel mogelijk informatie te verzamelen over de eigenschappen en kwaliteit van de honderdduizenden antilichamen die zij verkoopt en over de medische onderzoeken waar deze in worden gebruikt. Deze informatie was vanaf de start vrij online beschikbaar op het Abcam platform en bleek een doorslaggevende succesfactor bij de verkoop van antilichamen die door derden werden geproduceerd.

Gaandeweg kwam Abcam erachter dat het online beschikbaar stellen van onderzoeksgegevens niet voldoende was om de researchers tevreden te stellen. Ze moest er ook voor zorgen dat er nóg betere antilichamen beschikbaar kwamen. De opkomst van de monoclonale antilichamen bood Abcam een unieke mogelijkheid om ook zelf antilichamen te gaan produceren.

De overname van Epitomics, bedenker van de RabMab technologie, kan achteraf wel als zogenaamde *game changer* voor Abcam gezien worden. Deze overname in 2012 zorgde er namelijk voor dat Abcam in plaats van enkel verkoper, nu ook producent van antilichamen werd. Hiermee kwam Abcam ook dichterbij de onderzoekers te staan en kan nu direct inspelen op hun specifieke wensen voor een antilichaam.

Juno volgde Abcam in 2012 al drie jaar, maar vond de risicorendement afweging steeds onvoldoende overtuigend en we waren daarom nog geen aandeelhouder. De overname van Epitomics bood ons destijds eindelijk een goede mogelijkheid om Abcam voor het eerst in de portefeuille op te nemen: Anderen, met een meer korte termijn focus, zagen een risico dat het business model van Abcam kapitaalintensiever zou worden en deden hun aandelen in het bedrijf van de hand. Wij zagen de overname eerder als een slimme zet waarmee ze toegang kreeg tot een hele interessante technologie waardoor ook de toetredingsbarrières verder toenamen. Bovendien lagen de marges op de monoclonale antilichamen duidelijk boven het groepsgemiddelde.

De overname van Epitomics bleek de eerste te zijn in een hele reeks. De gemene deler van de overnames was ervoor te zorgen dat de kwaliteit van de verkochte antilichamen omhoog ging. Er werd geen bibliotheek gekocht alleen de technologie waarmee betere en diervriendelijkere antilichamen konden worden gemaakt.

Aangezien Abcam op dit moment de technologie in huis heeft om antilichamen te ontwikkelen en te fabriceren maar ook om de werking in het laboratorium van antilichamen in te schatten, lijkt het ons geen onlogische gedachte dat Abcam in de toekomst een bibliotheek van antilichamen, geproduceerd door derden, koopt.

Oprichter en grootaandeelhouder Jonathan Milner realiseerde zich dat de organisatie voor de volgende groeifase ander management nodig had en deed in 2014 een stap terug. In de jaren die volgden, is het hele management team vervangen en is er met name ervaring en meer klantgerichtheid binnenboord gehaald. Erg gewenst op dit moment omdat Abcam bezig is met een grootschalig *Enterprise Resource Planning* (ERP) project om de schaalbaarheid van de organisatie in stand te houden. Bovendien wordt er begin 2019 een nieuw hoofdkantoor betrokken in Cambridge.

De gevolgen van de Brexit zijn voor Abcam op korte termijn met name positief, omdat ze meer kosten heeft in Engelse ponden dan omzet, waardoor de winstgevendheid die in ponden wordt gerapporteerd, rugwind krijgt. Op lange termijn is het effect wat onzekerder vanwege het nieuwe immigratie beleid van het V.K. Abcam neemt relatief veel hoogopgeleide buitenlanders van de locale universiteit in Cambridge aan. Echter, met locaties in het verre oosten en de V.S. moet zij dit goed kunnen opvangen.

Het verkoopmodel van Abcam lijkt op een combinatie tussen Trip-advisor (uitgebreide gebruikerservaringen) en Amazon.com (brede keus binnen het gezochte soort product, snelle levering). Voor de lange termijn denken we dat deze organisatie met haar schaalbare en efficiënte business model jaarlijks met 15% moet kunnen blijven groeien.

Vooruitzichten

Na jaren te zijn achtergebleven bij de gemiddelde koersbewegingen van de markt, waren dit kwartaal de sectoren energie en basis-materialen weer erg in trek bij beleggers. De goede groeicijfers van de Europese economie deden de verwachtingen voor oplopende rente aanwakkeren. Daardoor konden ook de beurskoersen van banken stijgen, omdat bij hogere rente hernieuwde winstgroei mogelijk lijkt.

Grote dissonant in de groeicijfers binnen Europa is het effect van de zwakke dollar. Begonnen we het jaar nog op een wisselkoers van 1.05, intussen is de dollar verder verzwakt naar 1.20 per einde van het derde kwartaal. De volle impact van deze sterke daling van de waarde in Euro's van producten en diensten die de exporteurs in de V.S. verkochten, gaan we in de laatste maanden van het jaar terugzien in de gerapporteerde winstcijfers. Daarom zal de groei in de resultaten van Europese bedrijven toch weer wat kunnen gaan tegenvallen bij de hoog opgelopen marktverwachtingen.

Ook enkele van de Juno-bedrijven die we voor u selecteerden, hebben last van die zwakke dollar. Hoewel cash flows eigenlijk altijd worden gehegded, gaan we op de gerapporteerde winst wel een paar procenten negatieve uitwerking zien in 2017. Daarmee komt onze doelstelling voor 10-15% winstgroei voor de gehele portefeuille overigens niet in gevaar: de geaggregeerde winsten van onze deelnemingen kunnen nog steeds op een voorspelbare wijze binnen die bandbreedte groeien dit jaar. Die stabiele groei in hun resultaten blijft de belangrijkste motor achter de verdere positieve koersontwikkeling van onze bedrijven die we voor de toekomst voorzien.

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%
1e kwartaal 2017	+ 13%	+ 7%	+ 7%	0%
2e kwartaal 2017	- 4%	+ 4%	- 1%	- 1%
3e kwartaal 2017	+ 2%	+ 4%	+ 7%	0%
2017	+ 11%	+ 15%	+ 14%	- 1%
Sinds start *	+240%	+ 89%	+ 52%	+ 56%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelenposities

NAAM

SimCorp
Dialog Semi
Sartorius
Brembo
Grenke

LAND

Denemarken
Verenigd Koninkrijk
Duitsland
Italie
Duitsland

Verslag over het derde kwartaal 2017.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in oktober 2017 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

