



JUNO
Selection Fund

Verslag over het derde kwartaal

Verslag over het derde kwartaal 2016

Verslag over het derde kwartaal 2016

Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 309,56** per participatie. De stijging in het derde kwartaal bedroeg 10,6%. Daarmee konden we de zwakke start van het jaar compenseren. Voor het geheel van 2016 noteren we nu een positief rendement van 2,8%.

In de laatste drie maanden konden we, net als in het tweede kwartaal, weer een duidelijk betere performance dan de markt tonen. De stijging van de Euromoney Smaller Companies Index (net) bedroeg 8,5% in het derde kwartaal. Deze index staat op een verlies van -1,9% voor het jaar. De Nederlandse AEX index steeg in het kwartaal met 4,7% en toont een positief rendement van 5,5% na de eerste negen maanden van dit jaar.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Vaak spreken we over het feit dat onze familiebedrijven een oprechte lange termijn focus hebben. Ze zijn bereid te investeren in toekomstige groei, zelfs als dat op de korte termijn op de resultaten drukt. Bij het Duitse **Cewe**, dat we eind 2009 voor het eerst opnamen in de portefeuille, zien we nu de overtuigende resultaten van de investeringen uit het verleden.

Cewe was in 2003 al Europees marktleider op het gebied van het ontwikkelen van (analoge) fotorolletjes. Het omschakelen naar het printen van digitale foto's, voornamelijk gebundeld in fotoboeken, vereiste een enorme inspanning die tevens zwaar op de financiële resultaten drukte. Toen die transitie nagenoeg klaar was in 2009, namen wij voor het eerst een positie in het bedrijf. Cewe groeide vanaf die periode opnieuw uit tot absoluut marktleider in Europa, nu op het gebied van fotoboeken en andere digitale fotoproducten zoals posters, kalenders en cadeau-artikelen, en zag haar onderliggende winst sinds 2009 ieder jaar verder stijgen, van 7 naar 23 miljoen euro.

Het aantal fotoboeken dat Cewe jaarlijks produceert is sinds 2009 bijna verdubbeld. Ruim 6 miljoen exemplaren worden er nu geproduceerd. Echter, de hoge omzetgroei voor dit winstgevend product is wel aan het afnemen. Hierop werd al in 2012 door het management geanticipeerd. Het breidde toen haar bestaande online-print activiteiten voor de zakelijke markt verder uit met de acquisitie van Saxoprint. Deze drukkerij is enkel op het internet te vinden en drukt met de nieuwste moderne Heidelberg offset-printers in Dresden, hogere volumes drukwerk voor de zakelijke markt.

Er waren forse investeringen nodig om de naamsbekendheid van Saxo in tien Europese landen te stimuleren. In enkele landen werd Saxo zelfs omgedoopt in Cewe-Print. De investeringen maakten dat deze overname wel een groeiende omzet kende, maar niet kon bijdragen aan de groepswinst in de afgelopen jaren.

Maar vanaf 2016 kan Cewe naar alle waarschijnlijkheid voor het eerst zwarte cijfers in haar online-print divisie schrijven, en levert deze intussen een bijdrage tot de groepsomzet van meer dan 80 miljoen euro.

Zelfs als we rekening houden met de goodwill die voor Saxo werd betaald en de stevige investeringen van de afgelopen jaren, is het opmerkelijk dat Cewe haar rendement op kapitaal boven de 17% heeft gekregen in 2015. Voor 2016 is te verwachten dat die nog verder kan oplopen, aangezien online-print een positieve bijdrage aan de winst zal brengen, terwijl het kapitaalbeslag niet veel verder zal zijn opgelopen. Bovendien meldde het bedrijf onlangs nog een belastingmeevaller, die de winst over 2016 een extra (eenmalige) impuls zal geven.

Met het draaien van verliesgevende omzet binnen online-print naar een winstbijdrage, gecombineerd met een aanhoudend sterke margeverbetering in foto-finishing, plukt de onderneming vanaf 2016 de vruchten van deze zorgvuldig geplande groeistrategie. Dit jaar is de koers van Cewe sterk opgelopen. Enerzijds door het besef bij investeerders dat 2016 het financiële draaipunt zal zijn voor online-print, anderzijds omdat de vrije kasstromen en het dividendbeleid dat daaruit voortvloeit, de onderneming ook aantrekkelijk maakte voor dividendinvesteerders. We verwachten ook voor de komende jaren een goede winstontwikkeling. We blijven uiteraard wel zeer alert op tekenen van prijsconcurrentie binnen de online-print activiteiten en zijn ons er bewust van dat de marges binnen het traditionele foto-finishingbedrijf niet onbeperkt kunnen blijven oplopen.

Een jaarlijkse winstgroei van 10-15% realiseren is geen eenvoudige opgave. Het bewijs daarvoor levert onze Zweedse deelneming **Biogaia**. Het bedrijf bezit de rechten voor een bijzondere gepatenteerde probioticastam, *lactobacillus reuteri* genaamd. Biogaia heeft 155 klinische studies laten uitvoeren die overtuigend aantonen dat deze goede bacteriën koliek bij baby's sterk verminderen.

Toen wij het bedrijf voor het eerst bezochten in de zomer van 2014, lag de nadruk binnen de kleine organisatie van ongeveer 80 werknemers vooral op onderzoek. Enerzijds om verder aan te tonen dat haar probioticastam als effectief middel tegen koliek bij pasgeborenen kan worden ingezet. Anderzijds om nieuwe toepassingen te ontdekken zoals in tandheelkunde of het dierenwelzijn, waar veetelers voor hun dieren vanwege antibiotica-resistentie naar effectieve, natuurlijke oplossingen zoeken.

Biogaia verkoopt haar producten via een netwerk van 40 externe distributiepartners, actief in 90 landen. Zij zorgen ervoor dat de producten van Biogaia bekend zijn bij kinderartsen, en door hen kunnen worden aanbevolen. In 2015 werden grote successen behaald in Brazilië, een land dat na de productlancering eind 2014 heel snel een van de belangrijkste afzetmarkten van Biogaia was geworden. Distributiepartner Aché bestelde ieder kwartaal meer producten. Echter, tot verbazing van het Biogaia management, stopten de bestellingen in het vierde kwartaal van 2015 plotseling. Achteraf bleek dat Aché na initieel succes overmoedig had besteld, en grote voorraden had opgebouwd. Tevens vermoeden wij dat er vooruit was gelopen op de zwakte van de Braziliaanse munt die volgde op de instabiliteit binnen de regering. Het ziet er nu naar uit dat Aché dit kwartaal weer de bestellingen hervat, want de verkopen aan de eindklanten bleven gedurende deze periode gehandhaafd op een hoog peil en dus zijn Aché's voorraden navenant geslonken.

Het voorval in Brazilië deed het management van Biogaia inzien dat de organisatie zich in de toekomst duidelijk meer moest richten op hechtere samenwerking met distributiepartners. Concreet stelt Biogaia nu meerdere mensen aan, die met de belangrijkste partners specifieke product-, research- en verkoopondersteuning gaan bieden. Zo is er in het hoofdkantoor in Zweden meer informatie over wat er lokaal speelt, en kunnen de partners beter worden bediend, hetgeen de verkopen verder zou moeten kunnen stimuleren. Omdat oprichter Peter Rothschild zijn aandacht wil blijven richten op onderzoek, werd Axel Sjoblad als nieuwe CEO aangetrokken. Begin dit jaar ontmoetten wij Axel in Zweden en wat ons betreft is zijn aanstelling een goede stap.

Aan hem de taak deze ondersteunende organisatie neer te zetten en de Biogaia-organisatie op het indrukwekkende groeipad te houden waar het zich al jaren op begeeft.

Afgelopen september kondigde onze Deense deelneming **SimCorp** een nieuw belangrijk contract aan: ook de Amerikaanse vermogensbeheerder Franklin Templeton heeft voor het softwarepakket Dimension gekozen. Met 739 miljard dollar onder beheer is Franklin Templeton één van de grootste vermogensbeheerders ter wereld. Voor ons een extra teken dat SimCorp na enkele jaren de zaken weer op orde heeft in haar belangrijkste groeimarkt, de VS. Het was namelijk reeds de vierde nieuwe Amerikaanse klant dit jaar.

Dit terwijl Simcorp het jaar begon met een wat teleurstellende koersontwikkeling. Dit had met name te maken met de overgang naar een nieuwe abonnementsvorm. In de software-industrie wordt het namelijk steeds gebruikelijker om te werken op basis van een *subscription model* in plaats van een *perpetual model*. Het grootste verschil is dat bij een subscription model de klant elk jaar dezelfde vergoeding betaalt. In het perpetual model betaalt de klant bij de eerste implementatie een initieel hoge licentievergoeding en daarna elk jaar een onderhoudsvergoeding die lager ligt dan in het subscription model. Het gevolg van deze aanpassing is dat de omzet en daarmee de winstontwikkeling de komende twee jaar lager is. Voor de kortetermijninvesteerder reden om het aandeel te verkopen, voor een langetermijninvesteerder, zoals Juno, reden om haar belang te vergroten. Immers, de inkomsten per klant nemen over de looptijd toe, en daarmee ook de winst die SimCorp over de langere termijn gaat maken.

In september spraken we ook met de Raad van Commissarissen van SimCorp over een nieuw beloningsbeleid. Het is de bedoeling dat voortaan het variabele deel van de bonus uitgekeerd wordt in aandelen; de werknemers krijgen geen opties meer. Ook hebben we erop aangedrongen dat de bonus als gevolg van een verbetering in de winstmarge niet het gevolg mag zijn van een verlaging in de R&D uitgaven. Wij zijn van mening dat juist de grote jaarlijkse investering in R&D ertoe leidt dat klanten zoals Franklin Templeton voor SimCorp kiezen.

Vooruitzichten

Het moment waarop de centrale banken een aanvang gaan maken met het stapsgewijs verhogen van de officiële rentetarieven komt dichterbij. Maar om de rentevoet snel op te trekken, is een sterke economische (reële) groei nodig, liefst gepaard gaand met stevige inflatie. De economische groei komt wel langzaam op gang, maar van inflatie is nog vrijwel geen spoor te bekennen. Daarom verwachten we dat de renteniveaus in de VS en Europa nog lang heel laag blijven.

In een dergelijk scenario blijft er voor langetermijnbeleggers steeds minder te kiezen over. Obligaties geven al nauwelijks meer een rendement, en zullen in de komende periode sterker te lijden krijgen van een afnemende vraag vanwege het terugtrekken uit de markt door de Centrale Banken en hierdoor van licht oplopende renteniveaus. De historische associatie van vastrentend papier met lage risico's gaat niet meer op. Obligaties zijn feitelijk risicovol geworden. Al helemaal als we meenemen dat beleggers in hun zoektocht naar rendement, noodgedwongen steeds vaker lijken te kiezen voor risicovollere leningen van bedrijven van mindere statuus.

Vergelijken we het 'risico-vrije' alternatief van obligaties, met de kwalitatief hoogstaande bedrijven die we voor u hebben geselecteerd in het fonds, dan zijn we overtuigd dat dat een uitgesproken beter alternatief is. Bijna geen schuld, hoge winstmarges, flinke vrije kasstromen en 10-15% winstgroei, jaar in, jaar uit: dat zijn de ingrediënten die maken dat we ook voor het verdere verloop van 2016, maar vooral ook de langere termijn, vol vertrouwen blijven in een verdere toename in de waarde van het Juno Selection Fund.

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%	+ 12%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
1 ^e kwartaal 2016	- 10%	- 6%	+ 0%	+ 2%
2 ^e kwartaal 2016	+ 3%	- 4%	+ 1%	+ 2%
3 ^e kwartaal 2016	+ 11%	+ 9%	+ 5%	+ 1%
	---	---	---	---
2016	+ 3%	- 2%	+ 6%	+ 4%
Sinds start *	+210%	+ 57%	+ 24%	+ 59%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

nb: per september 2016 is data beschikbaar gekomen die het mogelijk maakt de Euro-money Index te presenteren met inachtneming van de herinvestering van dividenden. De bovenstaande cijfersreeksen zijn derhalve aangepast.

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Dialog Semi	Verenigd Koninkrijk
Grenke	Duitsland
u-blox	Zwitserland
Sartorius	Duitsland

Verslag over het derde kwartaal 2016.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in oktober 2016 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

