



Juno

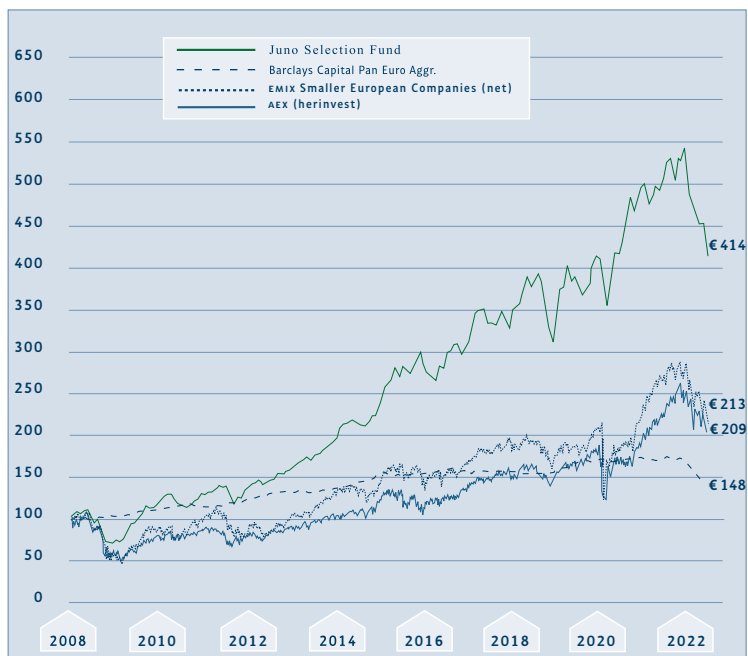
SELECTION FUND

Verslag over het tweede kwartaal 2022

Verslag over het tweede kwartaal 2022

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€ 413,87** per participatie. Nadat het eerste kwartaal een sterke daling kende, kon het rendement in het tweede kwartaal nog niet herstellen en daalde met een verdere $-9,8\%$. Voor het gehele halfjaar komt daarmee het rendement op $-23,9\%$. Ook de index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, zette de in het eerste kwartaal ingezette daling voort, en wel met $-14,5\%$ over de afgelopen drie maanden. Over het eerste halfjaar toont de EMIX een verlies van $-23,5\%$. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) noteerde dit kwartaal een daling van $-7,9\%$, en $-16,2\%$ na zes maanden.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Dit eerste halfjaar toont een sterke ontkoppeling tussen een goede operationele voortgang bij onze bedrijven en de daling van hun beurskoersen. Menigeen die naar de gedaalde koersen kijkt, zal denken dat de omzet en winstgevendheid van onze selectie bedrijven tegenvalt. Maar niets is minder waar. Verschillende portefeuiliebedrijven hebben hun verwachtingen zelfs verhoogd.

Wij proberen ons er zo goed mogelijk van te verzekeren dat de huidige hoge kosteninflatie blijvend kan worden doorgerekend in hun diensten en producten, en dat er geen vraaguitval optreedt. Dat geeft ons het vertrouwen om de historische winstgroei van 10-15% per jaar voor deze selecte groep (familie-)bedrijven te kunnen extrapoleren. Met aanhoudend stijgende winsten en dalende koersen, krijgen we steeds betere kansen om toekomstige winststromen te kopen tegen aantrekkelijkere prijzen. Lagere koersen zijn zeker niet prettig om te zien, maar vormen geen juiste reflectie van de goede onderliggende voortgang bij onze bedrijven.

Stratec Biomedical ontwikkelt en bouwt volledig geautomatiseerde analysesystemen voor in-vitro diagnostiek. Niet onder eigen merknaam, maar onder de naam van haar klanten, zoals Siemens, Roche, Becton Dickinson, Hologic en Diasorin. De afgelopen twee jaar heeft Stratec met name voor de twee laatstgenoemde klanten bovengemiddeld veel werk gehad. Deze twee ondernemingen produceren onder meer de veelgebruikte covid-19 PCR testen die op de door Stratec gebouwde machines draaien. De andere klanten van Stratec hadden geen of nauwelijks baat aan het testen voor covid-19 en die vraag viel toen gedeeltelijk terug. Tezamen resulteerde dit de afgelopen twee jaar in een sterke omzetgroei van 16% per jaar naar 278 miljoen euro in 2021.

Nu de omstandigheden gelukkig normaliseren ziet Stratec de vraag naar de non-covid testmachines weer terugkomen. Een bijkomend effect van de pandemie is geweest, dat het aantal machines en het testen op virussen en bacteriën in een geautomatiseerd lab structureel zijn toegenomen.

De machines staan er, er is een vergoedingensysteem en het testen middels een machine is goedkoper en beter dan handmatig door een laborant.

In 2016 heeft Stratec een voormalig onderdeel van Sony overgenomen dat polymerencartridges ("*microfluidics*") maakt. De grootste speler in de diagnostische industrie, Roche, is enkele jaren geleden ook overtuigd geraakt van de potentie van het gebruik van een microfluidic voor diagnostische testen. Roche heeft begin dit jaar voor het eerst een machine gelanceerd, gebouwd door Stratec, met gebruik van deze technologie. Het grote voordeel voor Stratec is dat ze nu voor het eerst ook een verbruiksartikel levert en niet alleen de machine. Nu heeft Stratec voor het eerst ook baat bij het testvolume. De komende jaren zal Stratec meer machines lanceren met gebruik van een *microfluidic*. Een gevolg van deze ontwikkeling zal zijn dat de omzet stabiel wordt bij hogere marges.

Inmiddels heeft oprichter en grootaandeelhouder Hermann Leistner de leeftijd van 78 jaar bereikt. Hij heeft drie kinderen die zelf niet zoveel affiniteit hebben met de onderneming. Voor ons is een stabiele familiere aandeelhouder die de lange termijn strategie ondersteunt een belangrijk voordeel omdat de belangen tussen het management en de aandeelhouders beter synchroniseren. We volgen de successie van het aandelenbelang van Hermann dan ook met bovengemiddelde interesse.

Stratec heeft de afgelopen twee jaar een extra omzetimpuls gehad vanuit de pandemie. Nu dat gedeelte van de omzet daalt, is het de vraag in hoeverre de non-covid activiteiten deze wegvallende omzet zal compenseren. Dankzij meerdere productintroducties de afgelopen twee jaar en de introductie van de nieuwe machines van Roche, verwachten we voor dit jaar een vlakke omzetontwikkeling om volgend jaar weer een gezonde omzet- en winstgroei te hebben.

Na een bezoek aan het hoofdkantoor en de voornaamste productie-locatie van het Noorse bio-raffinagebedrijf **Borregaard** eerder dit jaar, zijn we medeaandeelhouders in de onderneming geworden. Het bedrijf werd al in 1889 opgericht door de Engelsman Edward Partington en de Oostenrijker Carl Kellner.

Kellner had de techniek verfijnd om met sulfiet uit hout cellulose ('pulp') te maken en had samen met financier Partington het Noorse Sarpsborg gekozen als locatie voor hun fabriek. Gelegen aan het einde van de rivier de Glomma, aan een spoorlijn, kon het hoofdingrediënt, de Noorse spar, goedkoop worden aangevoerd en diende de waterkracht van de rivier als stroomvoorziening.

100 jaar later trof de huidige CEO, Per Sørli, een bedrijf aan waar het grootste gedeelte van de productie nog uit pulp voor de karton- en papierindustrie bestond. Dit is een bulkmarkt waar weinig bijzonders aan is en het enige onderscheidende is de laagste prijs. Per wilde zo snel mogelijk weg uit deze vechtmart en zijn doelstelling was om meer gespecialiseerdere producten te raffineren uit Noors sparrenhout. Zijn visie is dat alle producten die nu uit olie worden geraffineerd, vervangbaar zouden moeten zijn door de uit hout geraffineerde producten. Hiertoe is er nu veel geïnvesteerd in R&D en verbeterde productieprocessen.

Na het kraken van een boom met behulp van calcium valt de boom uiteen in: pulp/cellulose (50%), suiker (25%), en lignine (25%). Op dit moment weet Borregaard 94% van het hout te gebruiken waarbij enkel de top van de boom wordt gebruikt. De bredere delen van de stam worden voornamelijk gebruikt in de Scandinavische bouw en meubelindustrie. Borregaard gebruikt dus het gedeelte van de boom waar geen goed alternatief voor is, en bovendien het soort bomen die netto meer aanwas hebben dan er jaarlijks worden gerooid.

Van de drie producten die uit het hout voortkomen, zijn de suikers mogelijk het minst interessant. Ze worden vooral verwerkt tot bio-ethanol en dienen als energiebron voor de eigen fabrieken. Daarnaast kent het ook nog enkele toepassingen in bijvoorbeeld speciale desinfectiemiddelen, in verf en in coatings. De productgroepen cellulose/pulp en vooral lignine, kennen een veel grotere meerwaarde. Borregaard's hoogwaardige cellulose heeft, na zorgvuldige bewerking, een paar unieke eigenschappen. Het kan namelijk als additief de elasticiteit van producten vergroten, bijvoorbeeld in de textielindustrie, in coatings en in cosmeticaproducten. Maar een iets andere bewerking van de cellulose geeft bouw materiaal juist stevigheid. Echter, misschien wel het interessantste aan het Borregaard-verhaal is de lignine.

Borregaard's lignine wordt met sulfiet gewonnen uit Noors sparrenhout, waardoor deze internationaal gezien van een unieke en zeer hoogwaardige kwaliteit is en daarmee zeer goed te verwerken in diverse hoogwaardige eindproducten. Lignine is te onderscheiden in twee productgroepen; biopolymeren en bio-vanilline. De biopolymeren vervangen producten uit de olie-industrie die worden gebruikt in de bouw, in batterijen en bijvoorbeeld bij gewasbescherming. Vanilline (het hoofdbestanddeel van vanille) is een veel gebruikte smaakversterker in de voedingsindustrie. Bijna alle (90%) wereldwijd gebruikte vanilline is afkomstig uit geraffineerde olie. De voedingsindustrie is naarstig op zoek naar een natuurlijke vervanging. Op dit moment is maar 0,3% van de boom te raffineren naar vanilline, maar door technologische verbeteringen weet Borregaard dit binnenkort te verdubbelen naar 0,6%. Concurrentie voor de op lignine gebaseerde producten heeft Borregaard niet: door concurrenten geproduceerde lignine is door anders ingerichte productieprocessen en een andere houtsoort, voor gespecialiseerde toepassingen onbruikbaar. Dit geeft Borregaard een zeer sterke positie om de marktprijs van bio-vanilline zelf te bepalen.

Doordat Borregaard zich succesvol weet te focussen op de raffinage voor hoogwaardige eindproducten uit Noors sparrenhout dat bestaat uit pulp (50%), suiker (25%) en lignine (25%), is de verdeling op omzetniveau een heel andere: 30% (pulp), 10% (suiker) en 60% (lignine). Om aan de gestegen vraag naar de duurzame grondstoffen te kunnen voldoen, heeft het bedrijf de afgelopen vijf jaar extra geïnvesteerd in haar productiecapaciteit. Daarbij heeft het bijzondere aandacht gehad voor het zoveel mogelijk circulair maken van haar productieprocessen. Zo wordt er inmiddels nauwelijks nog stikstof en koolstofdioxide uitgestoten en worden bijna alle gebruikte chemische stoffen om het hout te kraken teruggewonnen.

De omzet steeg in de afgelopen vijf jaar ongeveer met 5% per jaar. Doordat hun producten steeds hogere toegevoegde waarde kennen, met hogere marges, steeg de onderliggende winst met gemiddeld 10% per jaar. Borregaard behaalde over 2021 een omzet van 570 miljoen euro met een nettowinst van 66 miljoen euro. Nu de capaciteitsuitbreidingen grotendeels gereed zijn en er steeds meer producten met een hogere marge verkocht gaan worden, mede door de structureel hogere vraag naar duurzame grondstoffen die niet uit olie voortkomen, verwachten we voor de komende vijf jaar een versnelling in de onderliggende winstgroei.

Vooruitzichten

Financiële markten zijn erg negatief gestemd als gevolg van hoge inflatie en de angst voor een economische recessie. De oorlog in Oekraïne heeft de reeds aanwezige inflatoire trend versterkt. Hoge inflatie heeft ingrijpende gevolgen voor consumenten (koopkrachtverlies) en bedrijven (stijgende kosten). Ook loopt de rente sterk op, hetgeen leidt tot hogere financieringskosten.

Hoe de inflatie zich verder ontwikkelt is onduidelijk. Er zijn weliswaar een paar heldere langetermijntrends zoals deglobalisering en verduurzaming te benoemen, en aanvoerketens lijken iets te ontspannen, maar de uiteindelijke impact op inflatie- en renteniveaus is slecht te voorspellen. Ook de ernst en de duur van een eventuele recessie zijn notoir lastig in te schatten.

Wij richten onze aandacht liever op zaken die beter voorspelbaar zijn, namelijk de ontwikkelingen van 'onze' ondernemingen. We investeren immers in ondernemingen die zich zo onafhankelijk mogelijk van de algemene economische omstandigheden ontwikkelen. Bedrijven die een product of dienst aanbieden waar een stabiel groeiende vraag naar bestaat en waarbij kostenstijgingen aan de klant kunnen worden doorberekend. Deze bedrijven zijn weliswaar aan een beurs genoteerd, maar ons uitgangspunt is nooit "de beurs" maar altijd de onderneming. We zijn ervan overtuigd dat de fundamentele ontwikkeling van een bedrijf op termijn een veel belangrijkere impact op de waarde heeft dan de schommelingen in beleggerssentiment doen suggereren.

De bedrijfsbezoeken van de afgelopen tijd bevestigen de aanhoudend positieve ontwikkelingen bij de geselecteerde ondernemingen. Tegenwoordig zijn deze kwaliteitsbedrijven een heel stuk aantrekkelijker geprijsd dan 6 of 12 maanden geleden. We hebben dan ook een groot gedeelte van onze cashpositie gebruikt om posities aan te kopen of uit te bouwen en verwachten de komende jaren een tevredenstellend resultaat.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyl

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% | + 11% |
| 2015 | + 33% | + 21% | + 7% | + 3% |
| 2016 | + 2% | + 2% | + 13% | + 2% |
| 2017 | + 6% | + 17% | + 16% | 0% |
| 2018 | - 5% | - 15% | - 8% | 0% |
| 2019 | + 34% | + 29% | + 28% | + 7% |
| 2020 | + 21% | + 7% | + 5% | + 4% |
| 2021 | + 9% | + 23% | + 30% | - 2% |
| 1e kwartaal 2022 | - 16% | - 11% | - 9% | - 6% |
| 2e kwartaal 2022 | - 10% | - 15% | - 8% | - 7% |
| 2022 | - 24% | - 24% | - 16% | - 13% |
| Sinds start * | +314% | +113% | +109% | + 47% |
| *) fondsbegin: 11 januari 2008 | | | | |
| jaarlijks samengesteld | +10,3% | +5,4% | + 5,2% | + 2,7% |

Top 5 Aandelenposities

| NAAM | LAND |
|---------------------|------------|
| Paradox Interactive | Zweden |
| Stratec Biomedical | Duitsland |
| Melexis | België |
| SimCorp | Denemarken |
| Soitec | Frankrijk |

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 tweede kwartaal 2022.

vormgeving binnenwerk René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2022 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