



JUNO
Selection Fund

Verslag over het tweede kwartaal

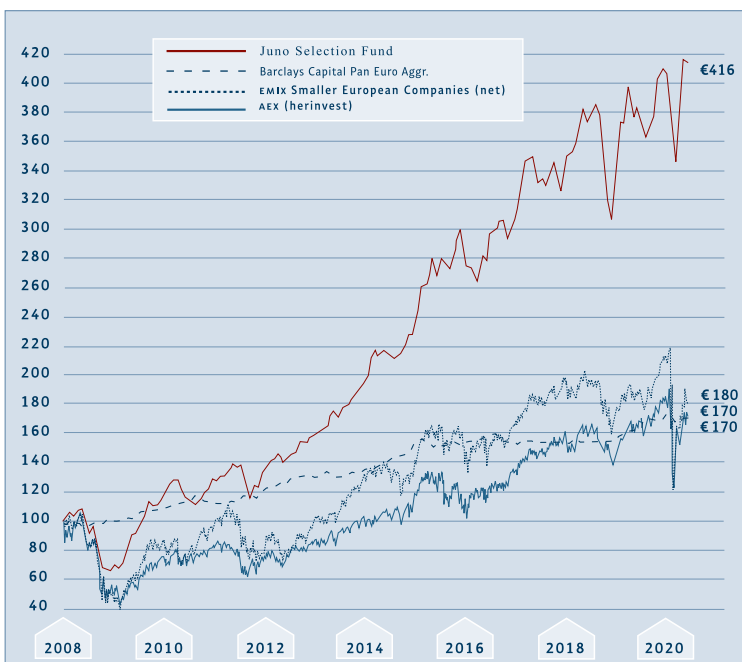
Verslag over het tweede kwartaal 2020

Verslag over het tweede kwartaal 2020

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni hebben we afgesloten met een koers van **€ 415,58** per participatie. Met een rendement van +19,8%, konden we de negatieve koersreacties uit het eerste kwartaal achter ons laten. Het eerste halfjaar toont nu een jaarrendement van +0,8%, hetgeen in de context van de covid pandemie, in onze ogen een alleszins acceptabel resultaat is.

De index van Europese middelgrote en kleinere ondernemingen daalde dit eerste halfjaar aanzienlijk met -14,5%, gemeten aan de hand van de EMIX index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) daalde ook na de eerste zes maanden van 2020, en wel met -6,3%.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het stevige koersherstel van de aandelenmarkten dat sinds eind maart inzette, heeft ons verrast. Er was nauwelijks positief of meevallend economisch nieuws te bespeuren in het tweede kwartaal. Belangrijke economische sectoren zoals reizen, toerisme en hospitality, worden enkel met grote hoeveelheden staatssteun tijdelijk op de been gehouden. In Europa is daarom het aantal faillissementen en werklozen vooralsnog op een laag niveau gebleven. De kernvraag is of de consumentenvraag op het juiste moment terugkeert: voordat de grootste steunmaatregelen aflopen.

De achtergrond voor de koersstijgingen ligt toch vooral aan 'TINA', hetgeen staat voor '*There Is No Alternative*'. Rentenniveaus zijn nu zo laag, zelfs veelal negatief, dat aandelen het enige overgebleven alternatief zijn. Het kleine dividendrendement plus de verwachting dat op termijn beurskoersen oplopen, wegen zwaarder dan de zekerheid van deposito's of (staats)obligaties, waar direct een boete in de vorm van negatieve rente moet worden geïncasseerd.

Eerder dit jaar hadden wij al ongebruikelijk hard ingegrepen in de portefeuille. Daarbij versterkten we posities die naar onze mening goed, of zelfs sterker uit de pandemie-crisis zouden komen. Bedrijven die evident hard geraakt werden door de lockdowns en daaruit voortkomende vraaguitval en economische onzekerheid, reduceerden we tot kleine gewichten in de portefeuille, of we verkochten ze geheel. Deze herbalancering resulteerde, zoals eerder gemeld, in een ongewoon hoge cashpositie in het fonds.

Ons vroege ingrijpen in de fondssamenstelling eerder dit jaar maakte dat we gedurende het eerste kwartaal de dalende aandelenmarkten voor konden blijven. Ook in het tweede kwartaal lukte dat, ondanks de ongebruikelijk hoge cashreserves in het fonds. Juist posities die we actief bijkochten dit jaar zoals **Paradox**, **Varta** en **Biogaia**, meldden zeer goede winstvoortgang, hetgeen vertaalde in verdere koersstijgingen.

De verschillende post-covid scenario's voor de nabije en middellange termijn worden langzaam duidelijker.

Dat gaf een goede basis om met al onze deelnemingen persoonlijk contact te zoeken de afgelopen maanden. Uit die gesprekken zijn meerdere concrete acties voortgekomen: twee posities zijn geheel verkocht en bij enkele posities hebben we besloten om nog wat meer bij te kopen.

In onze gesprekken met het Italiaanse **Technogym** gaf het management aan te verwachten dat de pandemie slechts een zeer tijdelijke impact zou hebben. Bestellingen van fitnessapparatuur zouden enkel een korte periode zijn uitgesteld. Dit beeld herkennen wij niet uit onze research over toekomstige uitbreidingsplannen van fitnessclubs, luxe hotels en cruiseschepen. Deze belangrijke categorie Technogym-klanten heeft namelijk nagenoeg alle uitbreidingsplannen stopgezet. Fitnessclubs kunnen ook nog eens vrij eenvoudig upgrades naar nieuwe apparatuur uitstellen. Hierdoor gaat Technogym in onze ogen een zeer langzaam herstel tegemoet, veel langzamer dan het management zelf verwacht. We denken daarom dat het nu niet opportuun is om de aandelen in het bedrijf aan te houden en hebben de gehele positie verkocht.

Toen de markten dieprood kleurden, in maart van dit jaar, startte wij een nieuwe positie in het Duitse **Cancom**. Tijdens de online participantenvergadering van het Juno Selection Fund presenteerden we u de casus. Sindsdien kwamen er enkele signalen uit onze doorlopende research naar boven, die ons zorgen baarden. Deze signalen hadden betrekking op de 'Governance', dus de wijze waarop het bestuur en toezicht binnen het bedrijf is geregeld. De gesprekken die we met Cancom's financieel directeur hadden in de maand mei, namen deze zorgen onvoldoende weg.

Zo werd niet duidelijk waarom de oprichter geen aandelen meer heeft, maar wel verschillende nauw betrokkenen in de Raad van Commissarissen ('RvC') houdt. Ook de rol van deze RvC bij een aandelenuitgifte, de daaropvolgende afgeketste acquisitie in de VS en het opstappen van de CEO en RvC-leden eind 2019, bleef te onduidelijk. Bovendien stelden we vast dat het management geen of nauwelijks aandelen binnen het bedrijf houdt, terwijl ze er al wel jaren werken. Tot slot werd ook de aanstelling van de nieuwe accountant KPMG als reden aangevoerd voor het vertraagd publiceren van het jaarverslag.

Dit baart ook zorgen, omdat volgens het bedrijf enkel een meningsverschil over de waardering van een klein optieplan de vertraging zou hebben veroorzaakt. Zoveel onbeantwoorde vragen waren voor ons reden om in ongekend korte tijd de positie, weliswaar met 40% winst, weer geheel te verkopen.

Gelukkig zijn er ook positieve berichten te melden. Sinds november 2011 is het in Birkenfeld gevestigde **Stratec** een investering in het Juno Selection Fund. Dit Duitse familiebedrijf, opgericht in de garage van Herman Leistner in 1979, bouwt volledig geautomatiseerde (bloed-) analysesystemen. Stratec bouwt deze machines niet onder eigen merknaam maar onder de naam van haar partners/klanten, zoals Siemens, Roche, Hologic, Beckman Coulter en Diasorin. Deze partners verkopen de machines samen met het door hen ontwikkelde testmateriaal aan de uiteindelijke afnemers zoals ziekenhuizen, laboratoria en bloedbanken.

De partners van Stratec kunnen zich volledig toeleggen op het ontwikkelen van bloedtesten en hebben de ontwikkeling en bouw van de machines die daarvoor nodig zijn aan Stratec uitbesteed. Deze trend van het uitbesteden van de bouw van de steeds verder gespecialiseerdere machines, wordt gaandeweg sterker doordat Stratec eigenaar blijft van het intellectueel eigendom ('IP') van de machine. Bovendien is er sprake van steeds verder oplopende strenge regelgeving betreffende deze machines en de tests die erop worden uitgevoerd. Stratec's pijlpijn van ontwikkelprojecten, waarvan de ontwikkelingstijd gemiddeld drie tot vier jaar duurt, is nog nooit zo goed gevuld geweest.

Zodra een nieuwe machine door de gezondheidsinstanties is goedgekeurd, begint de partner van Stratec met de verkoop. De verkoop van een analysemachine loopt gemiddeld 15 jaar, waarbij Stratec reserveonderdelen levert en onderhoud verricht. Naast de portefeuille bestaande machines in productie, komen er ieder jaar nieuwe machines bij: deels ter vervanging van oudere machines, maar vooral ook machines met andere, betere testen, een hogere verwerkingssnelheid of hogere testkwantiteit. Om aan de stijgende vraag naar machines kunnen voldoen, heeft Stratec twee jaar geleden een groot uitbreidingsplan aangekondigd, waarmee de productiecapaciteit, met name in Duitsland, meer dan verdubbelt.

De bloedanalysemachines die momenteel op de markt zijn, werken bijna allemaal met reageerbuisjes. Sinds enkele jaren is Stratec bezig om dat te gaan veranderen. Het heeft al jaren een machine in ontwikkeling waarin voor het eerst gebruik wordt gemaakt van een polymerencartridge. Al in 2016 nam Stratec daartoe een bedrijfsonderdeel over van Sony in Salzburg. Een paar grote voordelen ten opzichte van het gebruik van een reageerbuisje zijn: snelheid, kwaliteit, betrouwbaarheid en de aantallen testen die tegelijkertijd kunnen worden uitgevoerd. In 2021 zal de eerste machine op de markt komen gebaseerd op deze technologie, wat een belangrijke impuls zal geven aan de verdere groei van Stratec. Bovendien zal de recurrente omzet stijgen doordat de eindklant per geleverde diskette (cartridge) gaat betalen, waardoor Stratec's marge stijgt en de voorspelbaarheid van de omzet toeneemt.

Na een lastig 2018, waarbij enkele partners besloten tot uitstel van het lanceren van nieuwe producten, was afgelopen jaar voor Stratec succesvoller, met een winstgroei van 35%. Voor 2020 verwachten wij een verdere versnelling omdat het bedrijf sterk profiteert van COVID-19: op 80% van Stratec's machines bij ziekenhuizen, laboratoria en bloedbanken kan namelijk getest worden of iemand Corona heeft of heeft gehad. Sinds maart draait de onderneming dubbele diensten om aan de gestegen vraag te kunnen voldoen. Dit gaat niet vanzelf, gezien de kwaliteitseisen voor de machines en het feit dat veel onderdelen geleverd worden vanuit Azië. Een gedeelte van deze omzet zal eenmalig zijn, maar Stratec verdient de hoogste marge op het leveren van de reserveonderdelen en het onderhoud. Nu de machines op volle capaciteit draaien zal dat de omzet helpen, ook nadat voldaan is aan de extra vraag.

Voor de komende jaren zijn we optimistisch over de verwachte groei, de ontwikkelingspijplijn zit vol, in 2021 staan een paar belangrijke nieuwe introducties gepland waar de onderneming al lang en veel in heeft geïnvesteerd. Bovendien zijn machines gemiddeld 15 jaar in productie wat voor ons de gewenste voorspelbaarheid geeft. Niet vreemd dus dat wij, sinds kort met 3% van de uitstaande aandelen, al jarenlang geduldig aandeelhouder zijn van dit Duitse familiebedrijf.

Vooruitzichten

In Europa hebben de overheden vooralsnog met grote financiële steunpakketten de werkgelegenheid bij de hardst geraakte bedrijven grotendeels kunnen behouden. Daardoor bleef de koopkracht intact: wat bespaard werd op vakantie-reizen en nieuwe auto's, wordt gespendeerd aan de eigen woning en online aankopen. In de financiële markten zagen we dat de centrale banken goedkoop geld de markten in pompten en aandelenpakketten als onderpand voor leningen accepteerden. Vanwege de lage rente zien investeerders, buiten de aandelenmarkten, weinig geschikte alternatieven meer.

In de tweede helft van 2020 gaan we zien of het voorzichtig oplopende koopgedrag van consumenten voldoende is, om bedrijven te laten overleven en werkgelegenheid te blijven bieden. De bodem van de geldkist komt namelijk in zicht, zowel bij slecht gefinancierde bedrijven die grote lockdown-effecten kenden, maar ook bij overheden die niet onbeperkt geld kunnen of willen blijven pompen in hun economie.

Het is opvallend dat bijna alle faillissementen die de laatste tijd bekend werden, bedrijven betrof met hoge schulden. Schuld impliceert risico, en staat lijnrecht tegenover Juno's risicomijdende investeringsstijl. Naast voorspelbare winstgroei, is daarom de afwezigheid van schuld al jaar en dag een speerpunt van onze strategie. De voorspelbare winstgroei van onze bedrijven maakt dat ook daar risico's goed te overzien zijn. We blijven er uiteraard zeer alert op dat we niet te veel betalen voor die voorspelbaarheid. De huidige cash-reserves zullen we ook slechts met zorg aanwenden als veranderende marktomstandigheden daar aanleiding toe geven.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,

Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyll



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%	+ 13%
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%
1e kwartaal 2020	- 16%	- 28%	- 20%	- 1%
2e kwartaal 2020	+ 20%	+ 18%	- 17%	+ 2%
2020	+ 1%	- 15%	- 6%	+ 1%
Sinds start *	+316%	+ 80%	+ 70%	+ 68%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+12,1%	+4,8%	+ 4,3%	+ 4,3%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
SimCorp	Denemarken
Stratec Biomedical	Duitsland
Bachem	Zwitserland
Abcam	Verenigd Koninkrijk

Verslag over het tweede kwartaal 2020.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2020 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

