



JUNO
Selection Fund

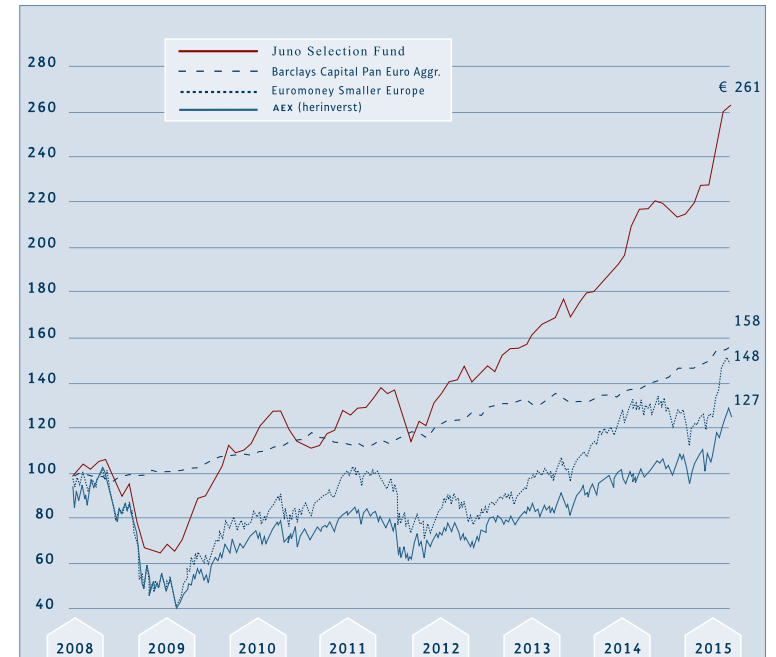
Verslag over het eerste kwartaal

Verslag over het eerste kwartaal 2015

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van € 260,95 per participatie. Een mooie stijging van 15,2% sinds 1 januari 2015. In perioden van sterke koersstijgingen van de algehele markt, is het in het verleden lastig gebleken om deze bij te houden. Onze groeiende, voorspelbare en veelal defensieve bedrijven zijn dan minder in trek. Juno kon de AEX (+15,8%) en de Euromoney Smaller European Companies Index (+17,3%) toch nog goed bijhouden.

Met een gemiddeld rendement van 14.2% per jaar sinds de oprichting van het fonds in 2008, zijn we tevreden. Over die gehele periode tonen we een zeer sterke relatieve performance in vergelijking met zowel de indices als andere beleggingsfondsen in ons segment.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

In februari namen wij voor het eerst een positie in de Duitse familieonderneming **Sartorius AC** uit Göttingen. Sartorius werd in 1870 opgericht door Florenz Sartorius. Het eerste instrument dat hij ontwierp was een precisie-weegschaal. Het toeval wil dat het uitvloeisel van die divisie afgelopen december is verkocht. Sartorius richt zich momenteel op twee activiteiten: Bioprocess Solutions ['BPS'] en Lab Products & Services ['LPS']

De BPS divisie, 70% van de omzet en een operationele winst marge van 23%, richt zich op biopharma farmaceuten. Sinds de jaren negentig zijn bijna alle nieuwe medicijnen van biologische oorsprong, dit in tegenstelling tot de chemische die we daarvoor alleen kenden. Voor de productie van biologische medicijnen gebruikt men de volgende technologieën; filtratie, *fluid management*, fermentatie, purificatie en *cell culture media*. Sartorius heeft als enige leverancier alle gebruikte technologieën in huis. De grootste concurrenten zijn Millipore, General Electric en Thermo Fisher.

Een belangrijke tendens in de pharma industrie is dat steeds meer fabrikanten overschakelen op single use apparatuur in plaats van multi use. Bij single use wordt apparatuur vernietigd na eenmalig gebruik in plaats van handmatig gereinigd en hergebruikt. Single use heeft de voordelen dat (het opzetten van) de productie sneller gaat, het goedkoper is omdat er met minder personeel kan worden gewerkt en er nauwelijks nog contaminatie risico is. Inmiddels wordt 20% van de medicijnen geproduceerd op basis van single use technologie naar verwachting stijgt dit naar ruim 40% in 2020.

Wanneer een medicijn wordt goedgekeurd om op de markt te brengen, dan is het productieproces dat daarbij werd gebruikt ook vastgelegd in zogenaamde protocollen. Op het moment dat de gebruikte producten van Sartorius worden benoemd in dat protocol, dan mag de farmaceut daar nadien niet meer van afwijken. De gemiddelde productieperiode van een medicijn is meer dan 20 jaar.

Deze karakteristiek van de markt geeft ons de gewenste voorspelbaarheid en geeft hoge toetredingsbarrières. Dit maakt deze divisie van Sartorius ook vrijwel immuun voor de stand van de economie. We verwachten dat deze divisie de komende jaren met minimaal 15% per jaar gaat groeien, met stijgende marges.

De LPS divisie, 30% van de omzet, en winstmarges van 15%, levert een breed scala aan laboratorium apparatuur, waaronder weegschalen, pipetten en filters. De apparatuur van Sartorius wordt vooral gebruikt in onderzoeks- en kwaliteitslaboratoria, van farmaceuten en bio-farmaceuten. De divisie is in 2012 gereorganiseerd, het sales-proces is aangepast en er is focus aangebracht in het aantal producten. In Europa kent deze divisie een sterk marktaandeel. De laatste jaren is er ook in de VS een eigen verkoopdivisie opgericht. De resultaten van deze nieuwe focus werden afgelopen jaar al zichtbaar met een groei van 13,3%. Een andere groeiemarkt is Azië, waar de groei ruim 10% bedroeg in 2014.

Sartorius had over 2014 een omzet van € 890 miljoen, met een operationele winstmarge van 21%. Zij heeft de doelstelling uitgesproken om door te groeien naar een omzet van € 2 miljard in 2020, met een winstmarge van 23%. Twee derde van deze groei moet organisch te behalen zijn, het restant komt voort uit acquisities. Om de organische groei te ondersteunen vindt er op dit moment een uitgebreid investeringsprogramma plaats. De komende drie jaar zal er tussen de 8-10% van de jaarlijkse omzet worden geïnvesteerd. Bovendien wordt 6% van de jaarlijkse omzet geïnvesteerd in R&D. Dit maakt het mogelijk dat Sartorius de technologische koploper blijft, waardoor het marktaandeel verder kan blijven groeien.

Joachim Kreuzburg (49) is sinds 2003 CEO van Sartorius. Hij heeft grote strategische veranderingen ingezet. Sinds zijn aantreden is de omzet gestegen van € 442 naar € 890 miljoen in 2014.

Indrukwekkender is dat hij de onderneming meer richting niches heeft gebracht. Dit is de belangrijkste oorzaak waardoor de marge kon stijgen van 8,5% naar 21%. Afgelopen jaar is zijn arbeidscontract verlengd tot 2020. De erfgenamen van Florenz hebben nog steeds meer dan 50% van de aandelen in bezit.

Ondanks dat de grootste strategische veranderingen achter ons liggen, hebben wij de afgelopen jaren door meerdere bezoeken aan Göttingen, veel vertrouwen gekregen dat Sartorius voorspelbaarder en met een stijgend rendement op kapitaal kan blijven doorgroeien de komende jaren.

Een tweede nieuwe positie in het fonds is het Zweedse **Biogaia AB**, opgericht in 1990, een producent en onderzoeker van probiotica. Probiotica zijn bacteriën die een positief effect hebben op de gezondheid. De probiotica van Biogaia worden voornamelijk gebruikt als middel tegen koliek, overmatig huilen bij baby's. Het is een veelvoorkomende klacht bij pasgeborenen die wereldwijd voor slapeloze nachten zorgt voor jonge ouders.

Begin jaren 90 hebben de onderzoekers van Biogaia een bacteriestam, de *Lactobacillus Reuteri*, in moedermelk ontdekt. Deze bacteriestam, die natuurlijk van moeder aan baby wordt doorgegeven, speelt een belangrijke rol in de bestrijding van vijandige bacteriën in de darmen bij mensen. Baby's, bij geboorte steriel, ondervinden in hun eerste levensmaanden veel buikpijn door de aanwezigheid van voor het lichaam vreemde, vijandige bacteriën in de spijsvertering.

De druppels van Biogaia verhogen tijdelijk de populatie van de *Lactobacillus Reuteri* en leiden aantoonbaar tot minder koliek. In tegenstelling tot andere veel verkochte probiotica is er wel veel academisch onderzoek gedaan naar de specifieke bacteriestam van Biogaia. In totaal zijn er 137 klinische studies met in totaal 11.000 baby's gedaan die de positieve effecten van Biogaia druppels onderschrijven. Zo verscheen in oktober 2014 een onafhankelijke studie in het prestigieuze *Journal of Pediatrics*, waaruit bleek dat baby's die Biogaia druppels kregen meer dan 50% minder huilden dan de placebo groep. ¹⁾

Dit soort studies zijn belangrijk voor Biogaia en haar distributiepartners omdat ze zich in haar marketing niet richt op de consument maar juist op kinderartsen en verloskundigen.

Biogaia verkoopt haar probiotica-producten niet zelf maar via distributiepartners die de lokale markt goed kennen. Internationaal komt nu nog bijna 70% van de omzet uit Europa, wat veel ruimte voor groei toelaat in bijvoorbeeld de VS. Daar is Biogaia recentelijke de samenwerking aangegaan met Gerber, onderdeel van Nestlé. Ook doet Gerber sinds kort de distributie in het Verenigd Koninkrijk.

Nestlé is een van de belangrijkste partners van Biogaia. Zo betaalde het conglomeraat uit Zwitserland in 2012, € 50 miljoen aan Biogaia voor het exclusieve recht de *Lactobacillus Reuteri* in haar babymelkpoeder te gebruiken. Daarnaast betaalt Nestlé Biogaia ook royalty's voor het gebruik van haar probiotica in enkele andere producten. De afgelopen jaren heeft Biogaia enkele nieuwe toepassingen voor haar probiotica ontdekt. Zo helpt deze volwassenen met tandvleesproblemen. Studies wijzen aan dat schadelijke bacteriën sterk in aantal afnemen na het kauwen van Biogaia tabletten. Biogaia profiteert van een algemene toename in het gebruik van probiotica. Artsen schrijven steeds minder traditionele antibiotica voor omwille van groeiende resistentie en de impact op het lichaam.

2014 was, ondanks een omzetgroei van 22%, een lastig jaar voor Biogaia. Zo hadden toeleveranciers productieproblemen en verliep het begin van de relatie met Gerber in de VS stroef. Juno volgde Biogaia al langere tijd, en dit vormde voor ons een aantrekkelijk instapmoment in het familiebedrijf, dat nog steeds wordt geleid door de oorspronkelijke oprichters.

1) Chau, Kim, et al., 'Probiotics for infantile colic: a randomized, double-blind, placebo-controlled trial investigating *Lactobacillus reuteri* DSM 17938' *Journal of Pediatrics*, Volume 166, Issue 1, 74 - 78.e1

Vooruitzichten

De extreem lage rente blijft onverminderd positief voor de aandelenmarkten. Nu dit jaar ook het obligatie opkoopprogramma door de Europese Centrale Bank van start is gegaan, zijn rentes nog verder gedaald. In enkele landen is de rente zelfs negatief geworden.

Een lagere rente maakt dat voor een investeerder de contante waarde van toekomstige geldstromen hoger komt te liggen. Hierdoor kunnen de prijzen die investeerders bereid zijn te betalen voor ondernemingen verder oplopen, ook als de winstontwikkelingen daartoe onvoldoende aanleiding geven. Koers- winstverhoudingen stijgen in dat geval. Een veel gehoorde vraag is of de markten niet te hard zijn opgelopen. Enkel kijkend naar de ontwikkelingen van de rentestand is dat niet het geval. Bovendien hebben de winsten van Europese bedrijven een sterke positieve impuls van de goedkopere Euro en de lage olieprijs gekregen. De koersstijgingen zijn daarom niet excessief, ook al zijn ze wel sterk opgelopen.

De selectie van Europese bedrijven in uw portefeuille profiteert ook van de bovenstaande positieve factoren. Uw bedrijven groeien bovendien al jaren achtereen hun winsten met circa 15% per jaar. De koersen zijn ook met een soortgelijk percentage opgelopen. Dat maakt dat de koers- winstverhoudingen nagenoeg gelijk zijn gebleven. Met het oog op een aanhoudende positieve winstgroei voor onze bedrijven, kijken we met vertrouwen uit naar een verdere groei in de waarde van het fonds.

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	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 49%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 36%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 6%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 12%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 10%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 8%	+ 12%
2014	+ 19%	+ 3%	+ 8%	+ 12%
1e kwartaal 2015	+ 15%	+ 17%	+ 16%	+ 5%
2015	+ 15%	+ 17%	+ 16%	+ 5%
Sinds start *	+161%	+ 48%	+ 27%	+ 58%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Simcorp	Denemarken
Dialog Semi	Verenigd Koninkrijk
cts-Eventim	Duitsland
Aryzta	Zwitserland
Cewe Color	Duitsland

Verslag over het eerste kwartaal 2015.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2015 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

