



# Juno

SELECTION FUND

Verslag over het tweede kwartaal 2023

Verslag over het tweede kwartaal 2023

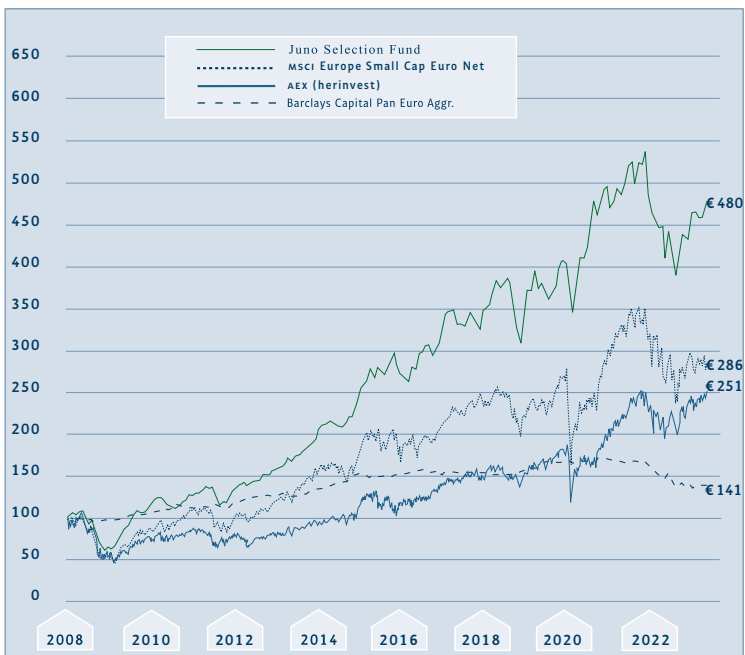


## Verslag over het tweede kwartaal 2023

### Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€ 479,55** per participatie. Dat vertegenwoordigt een plus van 2,1% voor het kwartaal. Na het eerste halfjaar komt het rendement voor dit jaar daarmee uit op +9,6%.

Omdat de EMIX Smaller European Companies Index sinds mei 2023 niet meer beschikbaar is, werd de MSCI Small Cap Index (net) als nieuwe benchmark gekozen. Alle historische gegevens in dit rapport zijn door de data van deze nieuwe index vervangen. Het afgelopen halfjaar steeg deze Europese index met +5,7%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geheerinvesteerd) steeg met +13,9%.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Op 27 april ontvingen wij het bericht dat Deutsche Börse, **SimCorp** wil overnemen. Het softwarebedrijf doorliep de afgelopen twee jaar een belangrijke technische transitieperiode met een nieuwe CEO aan het roer. Dit had een negatieve uitwerking op de koersontwikkeling, hetgeen Deutsche Börse een aantrekkelijk moment bood om een bod uit te brengen. SimCorp heeft, op een paar maanden na in 2008, altijd in de Juno-portefeuille gezeten. Gedurende die vijftien jaar was de gemiddelde jaarlijkse winstgroei 11% en de koers vertienvoudigde bijna in die periode. Helaas zullen we nu noodgedwongen afscheid nemen van deze mooie Deense onderneming.

**Abcam**, wereldwijd marktleider in de verkoop van antilichamen aan onderzoekers, is in 2018 gestart met de vervanging van de intern ontwikkelde IT-systemen die steeds moeilijker samenwerkten en de groei van de onderneming begonnen te belemmeren. Om deze investeringen uit de eigen kasstroom te kunnen financieren stelde de onderneming voor om het dividend te schrappen, hetgeen wij ondersteunden omdat wij op lange termijn beloond zouden worden met rendement op kapitaal van boven de 20% en een meer duurzame winstgroei.

We hebben sindsdien jaarlijks veelvuldig met het management contact gehad, mede over dit belangrijke IT-project. Meermaals werden er echter vertragingen en kostenoverschrijdingen gemeld. Hierdoor waren we extra voorzichtig met de weging in het Juno Selection Fund. In januari werden we opnieuw negatief verrast door problemen met de implementatie van de laatste softwaremodules. Het gesprek dat we hierop hadden met het management gaf ons niet het vertrouwen dat ze de situatie volledig onder controle hadden, noch dat ze daar open over communiceerden. Daarom besloten we de positie in het fonds te verlagen. Dit ondanks het feit dat de onderneming aan het einde van haar investeringsprogramma was en er nu bovenmatige groei en een sterke kasstroom te verwachten zijn. Na het zuur wachtte nu het zoet, maar ons geduld en vertrouwen raakten langzaam op.

Oprichter en grootaandeelhouder Jonathan Milner (6,3%) meldde zich in mei 2023 bij de onderneming. De budgetoverschrijdingen en doorlooptijd van het IT-project waren voor hem de druppel. Hij voerde een lijst met issues aan die hij aan de kaak wilde stellen. Daartoe wilde hij terugkeren om een positie te bekleden binnen de raad van commissarissen ('RvC'), om zo het management beter te kunnen controleren en bij te sturen waar nodig. Abcam zat niet te wachten op zijn komst en hield hem liever wat meer op afstand. Door deze onvriendelijke ontvangst voelde Milner zich genoodzaakt om een buitengewone aandeelhoudersvergadering uit te roepen met als belangrijkste agendapunten: het ontslag van de CFO, ontslag van de voorzitter van de RvC en de benoeming van hemzelf als uitvoerend voorzitter van de RvC.

Een belangrijk gevolg van de acties van Milner is dat de onderneming nu aan het kijken is of ze niet onder de vleugels van een andere onderneming verder kan groeien. Zo zal een gedeelte van het management haar baan kunnen behouden en heeft Milner ook zijn doel bereikt. Immers, sinds de eerste berichten over zijn inmenging is de koers al met ruim 50% gestegen. Voor ons een reden om onze weging voor nu te halveren.

Dat er op dit moment bij zowel SimCorp als Abcam een overname, respectievelijk een mogelijke overname in het verschiet ligt, is misschien niet geheel toevallig. Beide bedrijven hebben zeer solide marktposities, een uniek wereldwijd product met hoge marges, geen schuld en zeer aantrekkelijke schaalvoordelen in hun businessmodel. Alleen bevinden beide bedrijven zich in een transitiefase waarin er bovenmatig geïnvesteerd wordt in de toekomstige groei van de onderneming waar met name de kasstroom en de winstgroei op korte termijn onder lijden. De koersontwikkeling blijft in die fase achter op de potentie die de ondernemingen hebben, hetgeen kansen biedt aan externe partijen om deze bedrijven op een aantrekkelijk moment van de beurs te halen. Wij betreuren dit, omdat wij nu twee bedrijven met veel groeipotentie uit de portefeuille zien verdwijnen.

Afgelopen maand reisden wij af naar het Italiaanse Cesena voor een bezoek aan de **Technogym** Village, het hoofdkwartier en uithangbord van onze gelijknamige deelneming.

De producent van premium-fitnessapparatuur kende een turbulente covid-periode. Haar belangrijkste klanten, fitnessclubs en hotels hielden langere tijd noodgedwongen hun deuren gesloten. Technogym wist de pijn enigszins te verzachten door zich in toenemende mate te richten op de consumenten-thuismarkt. Nu de normaliteit is teruggekeerd, wordt weer met vertrouwen naar de toekomst gekeken. Het bedrijf organiseerde een *Investor Wellness Day*, waar de nieuwste innovaties van het bedrijf getoond werden en oprichter en CEO Nerio Alessandri zijn visie op de toekomst deelde.

Sinds de oprichting in 1983 heeft Technogym een lange lijst aan innovatieve introducties achter zijn naam staan. Recent introduceerde Technogym een nieuwe generatie krachtapparatuur genaamd Biostrength. Deze werkt niet langer met gewichten maar met een elektromotor als weerstand. Deze past zich tijdens de beoefening aan, zodat de spieren optimaal getraind worden met kleinere kans op blessures. De fitnessclub kan zo met minder personeel haar klanten bedienen. Die klanten hebben voor de bediening van de apparatuur de Technogym-app nodig op hun mobiele telefoon. Daardoor herkent het apparaat de gebruiker en kan de training keer op keer hervat worden met de juiste in- en afstelling. Er is veel geïnvesteerd in de uitbreiding van de functionaliteiten in de app. Het begeleidt alle sportieve activiteiten van de gebruiker, ook buiten de fitnessclub. Technogym heeft de ambitie uitgesproken binnen drie jaar te willen groeien van de huidige 50 miljoen, naar 100 miljoen appgebruikers. Het gebruik van de app zal de merktrouwheid aan Technogym-apparatuur verder versterken.

Historisch was de focus primair gericht op fitnessclubs en luxe hotels. Echter, aangemoedigd door de verkoopresultaten direct aan particulieren, zien we dat het bedrijf nieuwe afzetkanalen gedefinieerd heeft. Als onderdeel daarvan presenteerde het tijdens de *Investor Wellness Day* de resultaten van verschillende wetenschappelijke studies die duidelijke gezondheidsvoordelen bij regelmatige lichaamsvoefening aantonen. De belangrijkste bevinding was, dat als men na de leeftijd van 35 regelmatig blijft sporten, de fysieke achteruitgang door leeftijd veel langzamer gaat.

Deze boodschap sluit nadrukkelijk aan bij de visie van Alessandri. Hij ziet de fitnessapparatuur van Technogym als medicijn in de strijd voor een gezondere bevolking en lagere zorgkosten. Dit maakt dat nieuwe afzetkanalen zoals overheden, verzekeraars en bedrijven nu succesvol worden aangeboord. Deze 'health' boodschap resoneert goed in een post-covid wereld. Bovendien willen bedrijven, als goed werkgever, lichaamsoefening bij hun werknemers stimuleren, bijvoorbeeld door een Technogym-bedrijfsfitness te openen waar men overdag een uurtje kan sporten, of met kortingen op fitnessabonnementen.

Technogym's meer traditionele eindklant is echter niet alleen gedreven door pure gezondheidsoverwegingen. Dankzij esthetische idealen, die door social media worden gevoed, is krachttraining zeer populair geworden bij het jongere publiek. Supermarkten verkopen tegenwoordig shakes en proteïne-repen, supplementen en stimulerende poeders. Fitnessketens rapporteren recordaantallen leden en zijn ondanks de hogere rente bezig met ambitieuze uitbreidingsplannen. Technogym ziet dit terug in een hogere vraag naar haar apparatuur, met name op het gebied van krachttraining.

Technogym heeft het niet graag over de concurrentie, die men binnen het bedrijf liever "*other companies*" noemt. De belangrijkste spelers zijn het Amerikaanse Life Fitness en het Taiwanese Matrix. Technogym is de enige in de markt die zich als premium positioneert. Life Fitness is een conglomeraat van verschillende bijgeëkochte fitnessmerken. Sinds 2019 is het bedrijf in handen van private equity die het sterk saneert. Het Taiwanese Matrix is vooral goedkoop en is te vinden bij budget-fitnessclubs. Het prijsverschil tussen Technogym en de concurrentie kan op sommige apparatuur wel oplopen tot 40%. Klanten zijn vaak bereid dit te betalen voor de innovatie en het design van de apparatuur die hun clubs en hotels aantrekkelijker moet maken voor de consument.

Aanhoudend sterke vraag maakt dat het management van Technogym voorziet de omzet de komende drie jaar met gemiddeld 10% per jaar te kunnen doen groeien, vooral buiten Europa waar het marktaandeel vooralsnog kleiner is. Ook de winstmarge zou snel weer boven de piek van voor de covid-periode moeten kunnen uitkomen. Deze positieve ontwikkelingen, gecombineerd met een aantrekkelijke waardering, maken dat Technogym een grote positie in het fonds inneemt.



## Vooruitzichten

De zogenaamde kerninflatie (zonder de prijsstijgingen van voeding en energie) blijft hoog. Dit maakt dat de Europese Centrale Bank, met hun mandaat om prijsstabiliteit te bewaken, de rente zal blijven verhogen. De kernvraag is of dat kan zonder de economie in een recessie te duwen. Immers, hogere rente werkt door in hogere lasten, en dus minder koopkracht bij bedrijven en consumenten. Denk aan stijgende hypotheekkosten, hogere kosten van kapitaal dat geïnvesteerd is in voorraden en gebouwen of herfinancieringen van bedrijfsleningen met een hogere coupon.

Het huidige rendement op (staats)obligaties toont een opmerkelijk patroon. Normaliter worden obligatiehouders beter beloond als ze voor langere tijd geld uitlenen: het geld staat langer vast en risico's nemen toe in de tijd. De laatste decennia kwam het slechts zelden voor dat staatsobligaties met een korte looptijd (1 jaar, 3,58%) meer rendeerden dan lange (10 jaar, 2,38%). Deze *'inverted yield curve'*-situatie is zeldzaam en bijna altijd een voorbode van recessie geweest.

De stabiele en bewezen bedrijven in de Juno-portefeuille kunnen tegen een stootje: ze zijn bijna allemaal zonder schulden gefinancierd en leveren producten en diensten die ook in een slechte economie gevraagd blijven. In 2023 zien we onder het mom van 'voorraadoptimalisatie' hier en daar de eindvraag tijdelijk afnemen, vaak in industrieën waar er eerder een vraagpiek was in de covid-periode. Enkele bedrijven hebben daarom moeite om de recordcijfers van 2022 te verbeteren. Neemt niet weg dat de gehele groep van onze portefeuillebedrijven goed op weg is om dit jaar de geaggregeerde winst weer met 10-15% te laten groeien. Dat waarderingen momenteel aantrekkelijk zijn en rekening lijken te houden met een verdere rentestijging, is een belangrijk gegeven.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyll



Bobby Bader

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	MSCI Europe Small Cap	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 47%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 60%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 30%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 18%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 27%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 33%	+ 20%	+ 1%
2014	+ 19%	+ 7%	+ 8%	+ 11%
2015	+ 33%	+ 24%	+ 7%	+ 3%
2016	+ 2%	+ 3%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 19%	+ 16%	0%
2018	- 5%	- 16%	- 8%	0%
2019	+ 34%	+ 31%	+ 28%	+ 7%
2020	+ 21%	+ 5%	+ 5%	+ 4%
2021	+ 9%	+ 24%	+ 30%	- 2%
2022	- 19%	- 23%	- 12%	- 19%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2023	+ 7%	+ 6%	+ 8%	+ 2%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2023	+ 2%	- 0%	+ 3%	- 0%
2023	+ 10%	+ 6%	+ 14%	+ 2%
<b>Sinds start *</b>	<b>+380%</b>	<b>+186%</b>	<b>+151%</b>	<b>+ 40%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	<b>+10,7%</b>	<b>+ 7,0%</b>	<b>+ 6,0%</b>	<b>+ 2,2%</b>

### Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
Melexis	België
Technogym	Italië
Soitec	Frankrijk
Stratec	Duitsland



## 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 2023.

vormgeving binnenwerk René de Haan, [renedehaan.net](http://renedehaan.net)

Dit rapport is in juli 2023 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](http://www.juno-invest.com)

