



JUNO
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

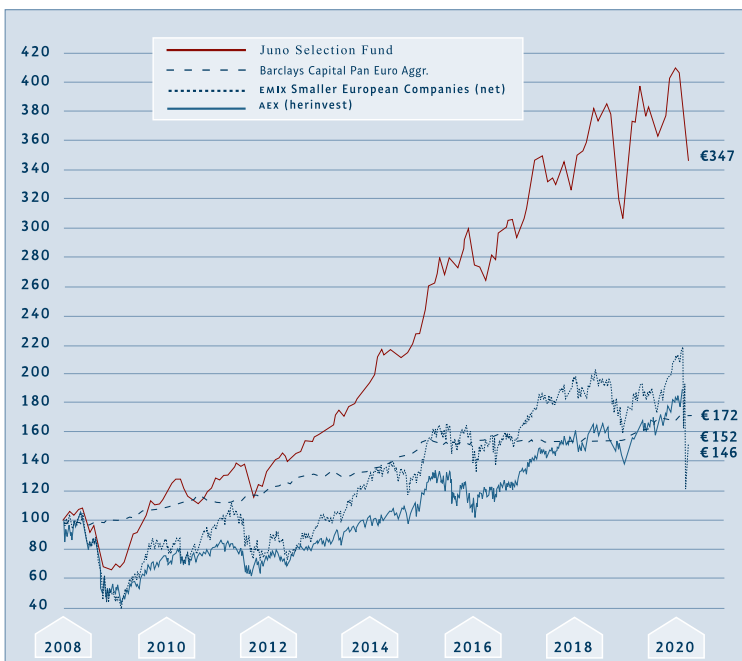
Verslag over het eerste kwartaal 2020

Verslag over het eerste kwartaal 2020

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart hebben we afgesloten met een koers van **€ 346,90** per participatie. Na de eerste drie maanden van dit jaar impliceert dat een rendement van **-15,9%**.

De pandemie die momenteel de hele wereld in zijn greep houdt, deed de aandelenmarkten in zeer korte tijd op hun grondvesten schudden. Er werden grote koersdalingen genoteerd in het eerste kwartaal. De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, daalde **-27,7%**. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteed) daalde ook sterk, met **-19,8%**.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

In februari en maart hebben we actief ingegrepen in de samenstelling van de portefeuille. We houden ons meestal niet bezig met macro-economische voorspellingen, maar we zijn er sterk van overtuigd dat als de pandemie achter ons is, we een lang en diep litteken in de economie behouden. De vraag naar diensten en producten zal naar onze mening niet opeens terugveren en we moeten rekening houden met zeer grote overheidstekorten. Met dat scenario in gedachte hebben we moeten vaststellen dat bij verschillende Juno-bedrijven het risico op een teruggang in de winst te groot is. Die posities hebben we rigoureuus gereduceerd of geheel verkocht. Gelukkig zijn er ook bedrijven die nauwelijks geraakt worden en zelfs een paar die zullen profiteren van de huidige omstandigheden. Bij die bedrijven hebben we van koerszwakte geprofiteerd om selectief bij te kopen.

De wijzigingen in de portefeuille maken dat we op dit moment een ongebruikelijk grote cashreserve aanhouden. De marktvolatiliteit zal ons voorlopig kansen blijven bieden om tegen aantrekkelijke waarderingen nieuwe bedrijven toe te gaan voegen of bestaande posities verder uit te bouwen. Daarbij zal blijven gelden dat we bedrijven met jaarlijks groeiende, voorspelbare winstgroei willen opnemen in de portefeuille, maar niet tegen elke prijs: veel van die bedrijven hebben nog weinig tot geen koersdruk gekend en zijn relatief duur. Onze waarderingsdiscipline blijft onveranderd streng toegepast, waarbij we ons moment geduldig afwachten.

Grote wijzigingen in de portefeuille betroffen twee posities die al jaren een vaste plek innamen: **CTS Eventim** en **Grenke**. Eventim is Europees marktleider op het gebied van kaartverkoop voor concerten en (sport)evenementen. Hun omzet is geheel opgedroogd de laatste weken en zal in de komende maanden slechts heel mondjesmaat terugkomen. Hoewel het bedrijf meer dan € 290 miljoen cash op de balans heeft, bij afbetaling van alle schulden, en ook de jaarlijkse vaste lasten en salariskosten van € 40 miljoen goed kan blijven betalen, is het voor ons momenteel onmogelijk een realistische schatting voor de winst in 2021 te

maken. We hebben de positie daarom sterk gereduceerd in februari. Voor lease- en factoringbedrijf **Grenke** geldt ook dat de voorspelbaarheid plotseling zoek is. Haar kernmarkten waaronder Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje liggen geheel stil. Daardoor kunnen nagenoeg geen nieuwe leasecontracten worden afgesloten voor IT apparatuur of medische producten zoals tandartsstoelen of ooglasermachines. Bovendien komen bestaande klanten met leasecontracten mogelijk in financiële problemen, waarbij betalingen aan Grenke worden gestaakt. Hoewel we in 2008/09 al zagen dat het bedrijf relatief goed door crises heen komt, is het voor ons niet mogelijk een goede voorspelling te doen voor de financiële resultaten voor 2020, laat staan 2021. Dit familiebedrijf is nu sterk afhankelijk van de mate waarin overheden het MKB gaan ondersteunen, maar speelt tegelijk ook een sleutelrol om de economie voor dat segment juist draaiende te houden. We zijn onder de indruk van de wijze waarop het management nu omgaat met de uitdagingen, maar missen de voorspelbaarheid. Bovendien heeft Grenke een aanzienlijke schuld op de balans, die weliswaar één-op-één is gedekt door geleasede apparatuur bij hun klanten, maar in deze tijden toch ongemakkelijk voelt.

In het Q4 rapport van 2019 schreven we uitgebreid over **Paradox Interactive**, de ontwikkelaar en uitgever van computerspellen. Het zal u niet verbazen dat de aantallen online computerspel-spelers de afgelopen weken nieuwe records vestigt. Paradox' timing kon eigenlijk niet beter zijn, omdat het Zweedse bedrijf juist dit jaar een ongekend groot aantal nieuwe spellen en uitbereidingen op bestaande spellen op de markt brengt. Het is een mooi gebaar dat het bedrijf besloten heeft haar gehele omzet van 1 t/m 3 april aan het WHO Solidarity Response Fund te doneren. Paradox is momenteel de grootste positie in het Juno Selection Fund, nadat we actief hebben bijgekocht de afgelopen weken.

Het Zwitserse **Bachem** produceert peptiden, een actief bestanddeel in medicijnen. Ons gesprek met het management in maart bevestigde onze analyse dat het bedrijf geen gevolgen ondervindt van de virus-problemen in de wereld. Productie vindt plaats op verschillende plekken in de wereld, waarbij Bubendorf veruit het grootste gedeelte voor haar rekening neemt. Juist op die locatie

gaat het bedrijf de komende jaren voor CHF 300 miljoen uitbreiden. De vraag naar hun producten is dermate gegroeid, dat hun klanten concrete orders willen geven waarvoor deze grote capaciteitsuitbreiding nodig is.

In 2018 en 2019 keken we al eens heel aandachtig naar het Duitse Varta. Naast telefoongesprekken, gingen we op bezoek bij het bedrijf in Ellwangen en bezochten de productielocatie. We waren destijds van mening dat de aandelen van deze Duitse batterijenproducent te hoog gewaardeerd stonden voor de groei die we toen redelijkerwijze konden voorzien.

Varta is u wellicht al bekend als batterijmerk. Het bedrijf kent een lange geschiedenis. Opgericht in 1887, was het lang in handen van BMW-familie Quandt. Tot het in 2002 werd opgesplitst in een consumenten-batterijtak, een autobatterijtak en een micro-batterijtak en werd doorverkocht aan verschillende partijen.

De microbatterijtak vormt de kern van de huidige beursgenoteerde onderneming en heeft de afgelopen vijftien jaar marktleiderschap weten te behalen in zink-lucht microbatterijen voor gehoorapparaten. Meer dan 90% van alle gehoortoestellen werkt op dit type wegwerpbatterij. Door veel te investeren in innovatie is Varta in staat gebleken in haar producten een veel hogere energiedichtheid dan concurrerende batterijtjes te behalen. Op vier volledig geautomatiseerde en zelfontworpen productielijnen in het Duitse Ellwangen worden jaarlijks meer dan 1,1 miljard van deze batterijtjes geproduceerd, wat een marktaandeel van 60% vertegenwoordigt en tot zeer recent de meerderheid van de omzet en winst van Varta heeft gevormd.

Zink-lucht microbatterijen zijn niet herlaadbaar en moeten iedere tien dagen vervangen worden. Vanuit praktische, milieu- en economische redenen lijkt daarmee een transitie naar het gebruik van herlaadbare batterijen vooral een kwestie van tijd. In anticipatie op deze transitie heeft Varta al vroeg geïnvesteerd in technologie voor zeer kleine herlaadbare lithium-Ion knoopcelbatterijen en het is nu juist deze productcategorie die de komende jaren de groeimotor van het bedrijf vormt. De vraag naar deze knoopcelbatterijen is de afgelopen jaren namelijk geëxplodeerd mede door de introductie van draadloze oordopjes voor consumenten.

Deze oordopjes zijn sinds de introductie van de AirPods door Apple eind 2016 zeer populair geworden. Google, Microsoft, Samsung, Bose, bijna ieder tech-, en audiobedrijf heeft de afgelopen twee jaar zijn eigen draadloze oordopjes geïntroduceerd en ze zijn niet meer uit het straatbeeld weg te denken.

In 2019 werden ongeveer 120 miljoen oordopjes verkocht ten opzichte van 46 miljoen in het jaar ervoor. Varta heeft vorig jaar enkele grote klanten moeten teleurstellen en liefst driemaal moeten aankondigen de expansieplannen verder te zullen opschalen. Varta eindigde 2019 nog met een capaciteit van 70 miljoen, maar het huidige expansieplan ambieert een jaarlijkse productiecapaciteit van 200 miljoen knoopcelbatterijen in 2021 te bereiken.

Toen Varta eind 2019 niet aan de grote vraag van Samsung kon voldoen, kozen de Koreanen voor batterijen van Chinese producenten, die qua ontwerp en prestaties wel erg op die van Varta leken. Concurrentie is uiteindelijk onvermijdelijk maar vooralsnog heeft Varta nog belangrijke troeven. Allereerst is het een juridische procedure begonnen om de verkoop en het gebruik van de door haar gepatenteerde batterijen stil te leggen. Ten tweede hoopt Varta door technologisch leiderschap haar marktaandeel te behouden in deze sterk groeiende markt. Dit jaar wordt een nieuwe generatie knoopcelbatterijen met nog eens 30% grotere energiedichtheid geïntroduceerd. Ten derde zal het na de capaciteitsuitbreiding verreweg de grootste speler zijn en door haar volledig geautomatiseerde productielijnen grote schaalvoordelen op de concurrentie weten te kunnen realiseren. Voorzichtigheidshalve rekenen wij op lange termijn met een marktaandeel van 40% ten opzichte van 60% nu.

Behalve knoopcelbatterijen, verkoopt het bedrijf ook nog producten op het gebied van residentiële opslag van hernieuwbare energie. Daarnaast is het onderdeel van een consortium dat batterijcellen zal gaan produceren voor de Duitse auto-industrie. Een initiatief waar de Duitse overheid € 1 miljard subsidie voor beschikbaar heeft gesteld. Kortom, genoeg werk voor deze batterijspecialist in de komende jaren. Met onze voorzichtige aannames en de recente koersdaling van 50% vonden wij de waardering aantrekkelijk en hebben een kleine positie opgebouwd.

Vooruitzichten

Dat het Corona-virus voor flinke tegenwind zorgt is duidelijk. Daar waar Westerse bedrijven in eerste instantie getroffen werden door stokkende aanvoer uit China, is de problematiek inmiddels van een heel andere orde. In een toenemend aantal landen is er sprake van een vraaguitval die meerdere bedrijfstakken raakt. Cruciaal wordt de duur van de lock-downs maar ook de mate waarin de overheden in staat zullen blijken om bedrijven, en daarmee werkgelegenheid en koopkracht, te ondersteunen.

Hoeksteen van de Juno beleggingsbenadering is het investeren in voorspelbare, groeiende en gezond gefinancierde (familie-) bedrijven. Hoewel we de afgelopen weken onze uiterste best hebben gedaan de portefeuille grondig aan te passen waarbij we een positie geheel verkochten en enkele oude-getrouwe namen sterk reduceerden is het op dit moment erg moeilijk om de verwachte winstgroei voor 2020/21 te voorspellen. We varen echter niet helemaal blind, want de liquiditeit en afwezigheid van schuld bij onze bedrijven, maakt dat ze een crisis goed kunnen doorstaan. We zien tot ons genoeg dat hun essentiële investeringen en dividendbetaling grotendeels worden gehandhaafd.

Het tijdig switchen naar cash in de portefeuille heeft ons de afgelopen periode zeker geholpen. Maar vooral de lage afhankelijkheid van de economische cycli, een kerncriterium bij Juno, maakt dat onze bedrijven minder gevoelig zijn. Daarnaast profiteerden we van de gezonde financiering van onze bedrijven: daar waar cash op de balans enkele maanden geleden nog geld kostte en op hoon van bankiers kon rekenen, hebben onze (familie-) bedrijven nu de troefkaarten in handen. Juno zal streng selectief blijven bij het investeren van de contanten in het fonds en daarbij proberen slim gebruik te maken van de grote volatiliteit in de markt.

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%	+ 12%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	- 1%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
2019	+ 34%	+ 29%	+ 28%	+ 7%
1 ^e kwartaal 2020	- 16%	- 28%	- 20%	- 1%
2020	- 16%	- 28%	- 20%	- 1%
Sinds start *	+247%	+ 53%	+ 46%	+ 65%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+10,7%	+3,5%	+ 3,1%	+ 4,2%

Top 5 Aandelenposities

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

Verslag over het eerste kwartaal 2020.
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 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

