



JUNO
Selection Fund

Verlag over het derde kwartaal

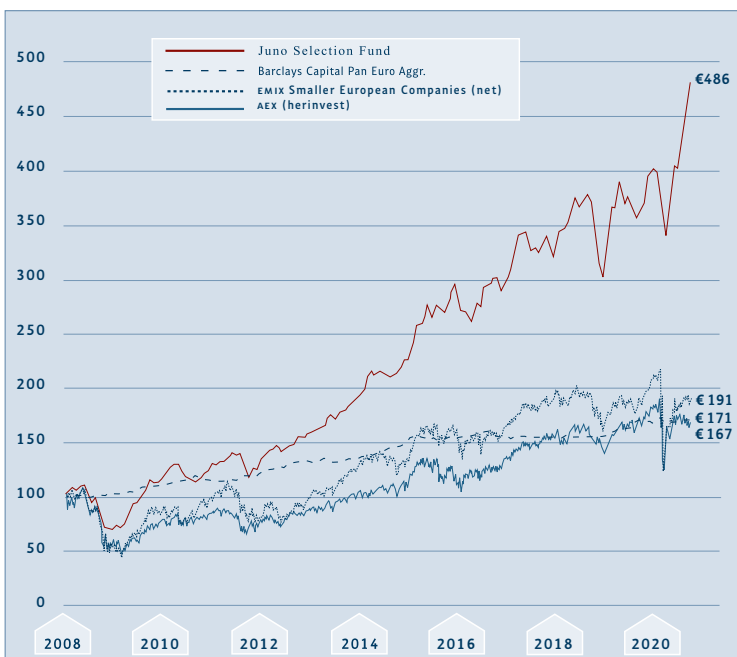
Verslag over het derde kwartaal 2020

Verslag over het derde kwartaal 2020

Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 485,63** per participatie. Reeds in het tweede kwartaal konden we de COVID-correctie van de eerste drie maanden van het jaar al goed maken. Vanwege dit sterke derde kwartaal komt het rendement voor het jaar 2020 nu uit op +17,7%.

De index van Europese middelgrote en kleinere ondernemingen daalde na de eerste negen maanden van dit jaar met -9,4%, gemeten aan de hand van de EMIX index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) daalde na deze eerste drie kwartalen ook, en wel met -7,8%.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Rust, reinheid en regelmaat zijn belangrijke thema's in de opvoeding van een kind. Ze gelden echter ook als essentiële ingrediënten voor Juno's investeringsstijl. Onze eigen fundamentele research maakt dat we ons niet door de waan van de dag gek laten maken en met rust kunnen vertrouwen op onze eigen kennis. Dan het aspect **reinheid**: 'hoe doen bedrijven zaken', was altijd al belangrijk en krijgt terecht steeds meer aandacht onder de noemer 'ESG': *Environmental, Social & Governance*. In september kregen we bij voormalig portefeuillebedrijf Grenke te maken met zo een reinheid-issue. Tot slot **regelmaat**, deze komt terug bij onze selectie van (familie-) bedrijven die jaar na jaar, een bovengemiddelde winstgroei genereren. Ieder jaar 10-15% winstgroei is ons doel en daar slagen we de afgelopen 13 jaar heel redelijk in.

Gemiddeld kopen en verkopen we weinig, maar in 2020 handelden we in maart en april al 75% van het volume van heel 2019. De pandemie-gerelateerde omstandigheden waren dan ook extreem. Nu de halfjaarcijfers van de bedrijven die we (bij)kochten gepubliceerd zijn, zien we dat onze fundamentele research zijn vruchten heeft afgeworpen. De winstgroei van de bedrijven in de portefeuille is zeer sterk, in vele gevallen sterker nog dan we hadden verwacht. Deze winstgroei heeft zijn positieve uitwerking niet gemist en leidde tot mooie koersrendementen in het derde kwartaal.

Een van de bedrijven die we begin 2020 sterk reduceerden vanwege zorgen over de economische effecten van de pandemie, was **Grenke**. We voorzagen een sterke afname in het aantal nieuwe leasingcontracten voor het мкв, maar ook problemen met wanbetalingen bij haar klanten. Onze inschatting bleek juist en de verliezen op de bestaande contracten lopen op, maar nog niet in de mate waarin we dat hadden verwacht. Klanten krijgen nu uitstel van betaling, maar velen zullen het in onze ogen uiteindelijk niet redden, waardoor Grenke dan alsnog haar verliezen moet nemen en haar reserves (eigen vermogen) gaat aanspreken. Hierdoor verslechtert de balans aanzienlijk, waardoor een aandelenemissie op termijn niet uit te sluiten is.

Weinig voorspelbare winstgroei en een mogelijke emissie deed ons begin september besluiten onze laatste aandelen in het bedrijf te verkopen.

Op 15 september publiceerde een *short seller* (een verkoper van geleende aandelen, die tracht deze aandelen later tegen een lagere prijs terug te kopen) een lijvig rapport waarin Grenke zwaar onder vuur werd genomen. Het leidde tot grote turbulentie en een halvering van de beurskoers. Het rapport was deels gevuld met halve waarheden, maar bevatte ook enkele steekhoudende argumenten. De meest zwaarwegende beschuldiging was dat de hoogte van de cashpositie van Grenke gefingeerd zou zijn. Ook zou Grenke fraude bij tussenpersonen oogluikend toestaan. Als laatste zou het franchisesysteem niet transparant zijn en worden misbruikt door oprichter Wolfgang Grenke om zichzelf te verrijken. Hij zou de belangrijkste financier zijn bij de oprichting van de (niet geconsolideerde) franchisepartners, en bij latere aankoop door Grenke groep een te hoge prijs ontvangen.

Inmiddels heeft de onderneming onomstotelijk bewezen dat de cash reserves er wel degelijk zijn. Ook is het nieuws over frauduleuze tussenpersonen niet nieuw en betreft het een handvol klanten op een totaal van tienduizenden. Juno heeft hier twee jaar geleden al met het management over gesproken, waarbij hun reactie ons niet afdoende geruststelde: het juridische gelijk vinden wij minder belangrijk dan klantgericht en correct in de markt bekend staan. Voor ons was dit destijds al reden om duidelijk voorzichtiger te worden in de wegging van Grenke in de Juno portefeuille.

Of en hoe Wolfgang Grenke zelf financieel betrokken is geweest bij de franchisepartners is ook ons tot op dit moment onduidelijk. Het management heeft na onnodig treuzelen, nu verschillende onafhankelijke partijen opdracht gegeven het franchisesysteem precies te onderzoeken en te beoordelen. Juist bij een familiebedrijf kunnen transacties met gerelateerde partijen onzorgvuldig en ten nadele van de andere aandeelhouders zijn.

Daarbij vormt een bekwame en onafhankelijke Raad van Commissarissen een belangrijk tegenwicht. Naar onze beoordeling bestaat de RvC bij Grenke uit kundige en onafhankelijke personen.

De lagere koers oogt, zelfs zonder de onderzoeksresultaten te kennen, aantrekkelijk. Onze belangrijkste reden om het aandeel te verkopen blijft echter overeind; op korte termijn zal het aantal verliesgevende contracten verder oplopen en de nieuwe business blijft onder druk staan. Bovendien zou het Grenke sieren om eerst meer transparantie te gaan bieden en duidelijker te maken hoe ze hun interne controlesystemen op een hoger niveau brengen.

Ongeveer een jaar geleden namen wij een positie in het Franse **Soitec**, pionier op het gebied van het veredelen van zogenaamde 'wafers' voor de chipindustrie. Chips die op Soitec's wafers worden geplaatst zijn energiezuiniger en kwalitatief duidelijk van hoger niveau. Soitec's klanten, de chipfabrikanten, voelen de negatieve effecten van de crisis: de eindmarkten voor hun chips, zoals smartphones of de auto-industrie, zien dit jaar 10-20% volumedalingen. Desondanks voorziet Soitec een stabiele omzet-, en winstontwikkeling, gedreven door de verdere adoptie door chipontwerpers van de *Silicon-on-Insulator* ('soi') wafers van Soitec.

Soitec wordt geholpen door de lancering van smartphones die werken op de nieuwe 5G mobiele netwerken. Deze 5G standaarden eisen een nog preciezere ontvangst en transmissie van de bandbreedtes van radiosignalen. Soitec's soi-toepassing 'RF' (Radio-Frequency) maakt dit mogelijk. Het geeft chips uitstekende eigenschappen voor ruisonderdrukking en signaalsterkte. Dat laatste resulteert in minder stroomverbruik van de smartphone.

Onze ogen zijn vooral ook gericht op de potentie van 'FD', het op één-na belangrijkste product van Soitec. Deze soi-toepassing vertegenwoordigt nu circa 15% van de omzet. De toepassing wordt vooral gebruikt voor energiezuinige chips. De tegenvallende omzetontwikkeling van dit product werd door de zwakte in de eindmarkten veroorzaakt.

Het management geeft aan dat het aantal chipontwerpen op basis van FD-SOI recent significant is toegenomen en dat snel weer omzetgroei verwacht wordt. Daarnaast is over enkele maanden ook de aankondiging van de bouw van een nieuwe, grote chipfabriek op basis van FD-SOI in China te verwachten. Tot slot gaat chipgigant Qualcomm gebruik maken van weer een nieuwer soort materiaal van Soitec genoemd 'POI' (*Piezoelectric-on-Insulator*). Dit zal worden toegepast in de (radiofrequentie) filters van smartphones. Een nieuw materiaal, met nieuwe toepassingen, dat volgens CEO Paul Boudre net als RF-SOI ook weer een goudstandaard kan worden.

De groeivoorzichten hebben capaciteitsuitbreiding noodzakelijk gemaakt. Hiertoe heeft Soitec afgelopen maand een converteerbare obligatie ter waarde van 325 miljoen euro uitgegeven. De conversieprijs ligt 45% boven de huidige beurskoers, hetgeen gezien de goede groeiverwachtingen wel iets hoger had mogen liggen.

Het rendement van het Juno Selection Fund werd in 2020 mede positief beïnvloed door onze positie in **Bachem**, specialist in de productie van peptiden, een type farmaceutische ingrediënten. Het bedrijf communiceerde in januari ambitieuze plannen voor omzetgroei en capaciteitsuitbreiding voor de komende jaren. De omzet wordt verwacht te stijgen van 314 miljoen in 2019 tot 500 miljoen in 2023, mogelijk al in 2022.

De halfjaarcijfers waren indrukwekkend: een omzetstijging van 32% en een stijging in de winst van 61%. Een reeks goedkeuringen voor nieuwe peptidemedicijnen ligt voor een groot deel ten grondslag aan deze toename. Zo kreeg farmaceut Lily goedkeuring voor Emgality, een middel tegen migraine en Basqimi, een neusspray voor acute glucosetekorten bij diabetespatiënten. Een tweede stimulant voor de omzet, is het aflopen van patenten op enkele belangrijke medicijnen. Een voorbeeld is diabetesmiddel Victoza (liraglutide) van Novo Nordisk dat in 2023 afloopt. Generieke concurrenten zijn nu al bezig met de voorbereiding om een vergelijkbaar product, maar dan op basis van synthetische peptiden, te lanceren. Hierdoor kan Bachem nu al omzet boeken, al voordat de medicijnen commercieel verkocht kunnen worden.

Vooruitzichten

In 2020 heeft de Europese Centrale Bank voor het eerst in haar geschiedenis negatieve rente in rekening gebracht op aangehouden tegoeden van banken uit de Europese lidstaten. Het duurde even, maar deze banken hebben, met grote tegenzin, deze kosten ook doorgetrokken naar hun klanten die voor het aanhouden van grotere bedragen nu ook kosten gerekend krijgen. Een omgekeerde wereld, waarbij spaarders geld toeleggen in plaats van ontvangen.

Banken staan bij (relatief veilige) bedrijven in de rij om de spaargelden van hun klanten aan het werk te zetten, maar de pandemie heeft de vraag naar grote leningen tijdelijk sterk onder druk gezet. De overheidspotjes lopen ook snel leeg en de huidige tweede golf van het virus zet de financiën van vele bedrijven verder zwaar onder druk. Het wordt daarom een spannend najaar wat betreft gezondheid en mate waarin daartoe steun kan worden blijven geboden, voor zowel mensen als bedrijven.

Met de economische onzekerheid en tegelijk grote spaartegoeden die een veilig alternatief zoeken voor de negatieve rentes, zien we waarderingen op aandelen oplopen. Hoe voorspelbaarder de groei, des te sneller ook de koers-winstverhoudingen toenemen. Selectiviteit en het consistent toepassen van onze bewezen waarderingsmethodiek, blijven onmisbare zekerheden waaraan we vast blijven houden. We zullen, zodra passende mogelijkheden zich voordoen, de relatief hoge cashreserves met grote zorg aan het werk zetten. Alles wijst er gelukkig op dat binnen de Juno portefeuille onze selectie Europese (familie)bedrijven ook in dit economisch uitdagende jaar, een aantrekkelijke winstgroei gaat genereren. Dat biedt een interessante en vooral veilige haven voor de economische storm die buiten aanwakkert.

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%
1 ^e kwartaal 2020	- 16%	- 28%	- 20%	- 1%
2 ^e kwartaal 2020	+ 20%	+ 18%	+ 17%	+ 2%
3 ^e kwartaal 2020	+ 17%	+ 6%	- 2%	+ 1%
2020	+ 18%	- 9%	- 8%	+ 2%
Sinds start *	+386%	+ 91%	+ 67%	+ 70%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+13,2%	+5,2%	+ 4,1%	+ 4,3%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
SimCorp	Denemarken
Stratec Biomedical	Duitsland
Soitec	Frankrijk
Varta	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 derde kwartaal 2020.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in oktober 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