



Juno

CONTINUATION FUND

Verslag over het eerste kwartaal 2023

Verslag over het eerste kwartaal 2023

Verslag over het eerste kwartaal 2023

Rendement Juno Continuation Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van **€87,31** per participatie, een stijging van +5,2%. De index van Europese middelgrote bedrijven, de MSCI Europe Mid Cap Index, steeg in het eerste kwartaal met +8,1%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg het afgelopen kwartaal ook, en wel met +10,1%

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Tijdens het kwartaal kwamen bijna alle portefeuillebedrijven met hun cijfers over 2022 en in de meeste gevallen ook met een vooruitblik op 2023. De cijfers over 2022 waren veelal als verwacht, in sommige gevallen beter dan verwacht (Rational, Scout24, ICON) maar er waren ook teleurstellingen (Hello Fresh, Logitech en Ubisoft). Bij deze laatste drie was er sprake van een flinke terugval na de zeer succesvolle jaren ten tijde van de pandemie. Wij hadden na de exceptioneel hoge cijfers over 2020 en 2021 weliswaar gerekend op een daling van de resultaten in 2022 maar in alle drie de gevallen was de daling sterker dan voorzien en de voortuizichten voor 2023 onzeker. Deze drie posities werden gedurende het kwartaal verkocht. Als gevolg van de algemene koersdalingen in 2022 zijn kwaliteitsbedrijven nu een stuk aantrekkelijker gewaardeerd en de opbrengst uit deze verkopen werd dan ook geïnvesteerd in bestaande posities waaronder ICON, Dechra en ALK. Daarnaast werd een nieuwe positie aangegaan in het Deense Chr. Hansen. De positie in Elekta werd gedurende het kwartaal gereduceerd als gevolg van een sterk opgelopen koers.

Straumann begon ooit met de ontwikkeling en productie van legeringen voor horlogemakers in de omgeving van Bazel. In 1954 volgde hieruit de oprichting van het onderzoeksinstituut Dr. Ing. R. Straumann Research Institute AG door Reinhard Straumann met hulp van zijn zoon Fritz Straumann. Onder leiding van Fritz Straumann breidde het instituut haar activiteiten uit naar verschillende eindmarkten waaronder tand- en orthopedische implantaten. In 1974 werd de fundering voor de huidige Straumann-groep gelegd met de ontwikkeling van het eerste titanium tandimplantaat. Fritz Straumann overleed vroegtijdig en de erfgenamen besloten de onderneming grotendeels te verkopen. De orthopedische implantaten-tak werd verkocht aan de divisieleider Rudolf Maag. Vandaag de dag is hij nog steeds aandeelhouder van Straumann met ongeveer 10% van de aandelen. De 27-jarige kleinzoon Thomas Straumann ging verder als CEO met de relatief kleine maar veelbelovende tandimplantaten-tak. Momenteel is Thomas Straumann lid van de Raad van Commissarissen en bezit hij nog 16% van de aandelen. Over 2022 bedroeg de omzet CHF 2,3 miljard en heeft het bedrijf 10,400 medewerkers.

Straumann staat bekend om haar klinisch bewezen producten en documentatie. Ten grondslag hieraan ligt de oprichting van het International Team for Oral Implantology (ITOI) in de jaren tachtig in samenwerking met de universiteit van Bern. Tot op heden is dit de grootste internationale wetenschappelijke organisatie in tand-implantologie. Het instituut geeft continu professionele trainingen aan implantologen en tandartsen en heeft sterke banden met universiteiten. Veel tandartsen en implantologen worden opgeleid met Straumann's tandimplantaten. Later in hun carrière gaat hierdoor vaak de voorkeur uit naar Straumann's producten die bekend staan als kwalitatief hoogwaardig.

Meerdere interne ontwikkelingen zorgden voor een versnelling van de adoptie van tandimplantaten als alternatief voor kronen, bruggen en kunstgebitten. Een belangrijke doorbraak was de oppervlaktebehandeling genaamd sLA ("*sandblasted, large grits, acid-etched*") in 1997. Hierdoor kon het implantaat sneller vergroeien met het bot (*osseoïntegratie*), wat de herstelperiode tussen operaties halveerde naar zes tot acht weken.

In 2005 reduceerde de opvolger SLActive de hersteltijd naar vier weken. Het in 2009 geïntroduceerde materiaal Roxolid (85% titanium en 15% zirkonium) zorgde ervoor dat het implantaat stabiel en sterker werd waardoor er kleinere en smallere systemen gebruikt konden worden, wat zorgde voor minder invasieve ingrepen.

De tandimplantatenmarkt wordt gedomineerd door vijf grote spelers die samen zo'n 80% marktaandeel hebben. De overige 20% van de markt bestaat uit vele kleinere producenten. Straumann heeft een leidende positie met 30% marktaandeel en is met name sterk in het premium en parallel-wall segment. Het verschil tussen parallel-walled en tapered zit in de vorm van het implantaat. De parallel-walled implantaten profiteren van meer dan 30 jaar aan documentatie en staan bekend om hun parodontale prestaties. De tapered implantaten wonnen echter afgelopen jaren terrein door de mogelijkheid van immediate behandelingen. Hierbij wordt in dezelfde behandeling de tand of kies getrokken als het implantaat en de kroon of prothese geplaatst. Inmiddels heeft het bedrijf bijna 20% marktaandeel in tapered implantaten. In het premium segment heeft Straumann 50% marktaandeel en in parallel-walled implantaten meer dan 50%.

Historisch gezien produceerde Straumann enkel premium parallel-walled implanten, maar na de financiële crisis besloten ze de implantatenportefeuille uit te breiden en te diversifiëren. In 2012 zette Straumann haar eerste stap in het zogenaamde value (goedkopere) segment middels de acquisitie van de Braziliaanse marktleider Neodent. Hierop volgde de acquisitie van het Franse Anothgyr met een sterke positie in het value segment in China en de Duitse multi-platform value ontwikkelaar Medentika. Inmiddels heeft het bedrijf ongeveer 15% marktaandeel in het value segment. Naast de acquisities van onder andere tapered value implantaten introduceerde het ook intern ontwikkelde premium tapered implantaten zoals de TLX en BLX.

Straumann wint gestaag marktaandeel in tandimplantaten, maar ook de onderliggende markt laat solide groei zien. Wereldwijd wordt het aantal missende tanden geschat op 30 miljard waarvan 20 miljard geschikt zijn voor implantaten.

Ingrepen worden nauwelijks vergoed door verzekeringen en slechts 10% van de wereldwijde populatie kan zich implantaten veroorloven. In 2021 werden er dan ook 'slechts' 32 miljoen implantaten geplaatst. Komende jaren zit er naar verwachting nog meer dan genoeg groeipotentie in de markt, gedreven door vergrijzing en een groeiende middenklasse. Alle regio's groeiden voor Straumann de afgelopen jaren met dubbele cijfers maar de komende jaren zal naar verwachting meer groei komen uit opkomende landen, waar de penetratie beduidend lager ligt.

Tegenwoordig dragen tandimplantaten en tandherstellende oplossingen ongeveer 75% aan de omzet bij en het bedrijf breidt haar portefeuille ook uit in verwante markten zoals clear aligners (doorzichtige beugels met een groot gebruiksgemak), software en intra-oral scanners. In 2017 kocht Straumann de Amerikaanse clear aligner fabrikant ClearCorrect. Voordat het patent afliep werd de clear aligner-markt gedomineerd door de uitvinder Align Technology. ClearCorrect is één van de alternatieven op deze snelgroeiende markt. In 2020 volgde de acquisitie van dr Smile waardoor Straumann toegang kreeg tot de direct-to-consumer markt voor clear aligners. In totaal bedraagt orthodontie nu ongeveer 10% van de omzet en heeft Straumann slechts 5% marktaandeel in clear aligners. Ook bij orthodontie en met name bij clear aligners ligt de penetratie nog laag. Wereldwijd zijn er zo'n 500 miljoen potentiële orthodontiecasussen, waarvan slechts 21 miljoen mensen in 2022 daadwerkelijk een orthodontiebehandeling kregen en maar 4 miljoen voor clear aligners kozen. De clear aligners winnen met name onder volwassenen terrein en profiteerden sterk van de pandemie. Na 50% groei in 2021 daalde de markt met een paar procent in 2022. Daarentegen groeide Straumann's orthodontie divisie wel met een dubbel cijfer door toenemend marktaandeel.

Ondanks dat Straumann één van de grotere bedrijven in het Juno Continuation Fund is met een marktwaarde van rond de € 20 miljard, blijft de onderneming gestaag groeien. In 2022 groeide de omzet 16% organisch, bovenop een sterke omzetgroei van maar liefst 40% in 2021, wat de 5% daling in 2020 ruim goedmaakte.

Ondanks aanzienlijke groei-investeringen, met name in digitalisering, bedroeg de operationele winstmarge 26% in 2022. De onderneming verwacht in 2023 rond de 10% te groeien en een operationele winstmarge van ongeveer 25% te behalen. Dit zal gedreven worden door zowel tandimplantaten als orthodontie en de toenemende digitalisering van tandheelkundepraktijken. Door haar sterke marktpositie en jarenlange track record in innovatie heeft het bedrijf een bovengemiddeld hoog rendement op kapitaal van maar liefst 35% in 2022. Daarnaast heeft de onderneming een heel solide balans met een netto cashpositie.

Verschillende leden van het beheerteam van Juno kennen Straumann al sinds de beursintroductie in 1998. De onderneming werd bij de lancering van het Continuation Fund in februari 2020 onderdeel van de portefeuille, maar door de onzekere impact van de pandemie op tandheelkundige ingrepen werd er afscheid genomen van de positie. Door een combinatie van goede bedrijfsresultaten en een sterk teruggelopen waardering, werden we begin 2022 opnieuw aandeelhouder. Tijdens een bedrijfsbezoek in Basel afgelopen september kregen we verder vertrouwen in 2023 en de komende jaren en werd de positie verder uitgebouwd.

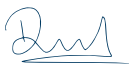
Vooruitzichten

De effecten van de rentestijgingen worden nu zichtbaar. Het falen van het Amerikaanse svb en Credit Suisse maakte pijnlijk duidelijk dat te veel risico nemen met geleend geld ernstige risico's met zich meebrengt, zeker in tijden van oplopende rente. Want hoewel lagere energieprijzen maken dat de extreem hoge inflatie lijkt af te nemen, blijft de kerninflatie te hoog. De ECB zal daarom de rente voorlopig blijven verhogen. Dat is met grote regelmaat verkondigd en zou geen onaangename verassing meer moeten zijn voor de markten.

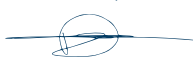
Nu geld niet meer gratis is, zien we dat bedrijven hernieuwd naar hun werkkapitaal kijken. Bedrijven die vorig jaar hals over kop flink investeerden in het aanvullen van hun voorraden, precies toen prijzen piekten, zitten nu met goed gevulde magazijnen maar duur betaalde componenten. Nu is opeens afbouwen het devies en dat zien we in de gehele toeleveringsketen terug. Het effect is dat de wereldeconomieën rekening moeten houden met een tijdelijke terugval in productie.

De winstgroei over 2022 van de Juno-portefeuillebedrijven was in de meeste gevallen zeer goed, net als de uitgesproken verwachtingen voor 2023. We zien deze knappe prestaties, ondanks sterke inflatie, logistieke uitdagingen en personeelstekorten, nog niet gereflecteerd in de koersontwikkelingen. De oplopende rente was daar tot nu toe debet aan. De waardering van de portefeuille is in 2022 zeer sterk afgenomen, vooruitlopend op de mogelijkheid van verdere rentestijgingen. Die extra renteverhogingen lijken ons aannemelijk, omdat centrale banken het risico op aanhoudende inflatie niet willen nemen door te stoppen met verhogen. Met de actuele waardering van de portfolio lijken we nu goed aan te sluiten op een hoger renteniveau. Deze lagere waardering geeft ons daarom vertrouwen dat de koersen zich meer in lijn met de gezonde winsttoename, die we ook in 2023 van onze bedrijven verwachten, zullen ontwikkelen.

Namens de beheerder van het Juno Continuation Fund,



Rob Deneke



Duncan Siewe



Lotte Timmermans

Juno Continuation Fund: Historisch Rendement

	Juno Continuation Fund	MSCI Europe MidCap Index	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2020 *	+ 10%	+ 5%	+ 8%	+ 1%
2021	+ 5%	+ 22%	+ 30%	- 2%
2022	- 29%	- 19%	- 12%	- 19%
1 ^e kwartaal 2023	+ 5%	+ 8%	+ 10%	+ 2%
2023	+ 5%	+ 8%	+ 10%	+ 2%
	-----	-----	-----	-----
Sinds start *	- 13%	+ 11%	+ 36%	- 18%
Jaarlijks samengesteld	- 4,2%	+ 3,4%	+10,3%	- 6%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
Scout 24	Duitsland
ICON	Ierland
Bachem	Zwitserland
Soitec	Frankrijk

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 eerste kwartaal 2023.

vormgeving binnenwerk René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2023 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Continuation Fund.

Lange Voorhout 16
2514 EE, Den Haag, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com

