



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

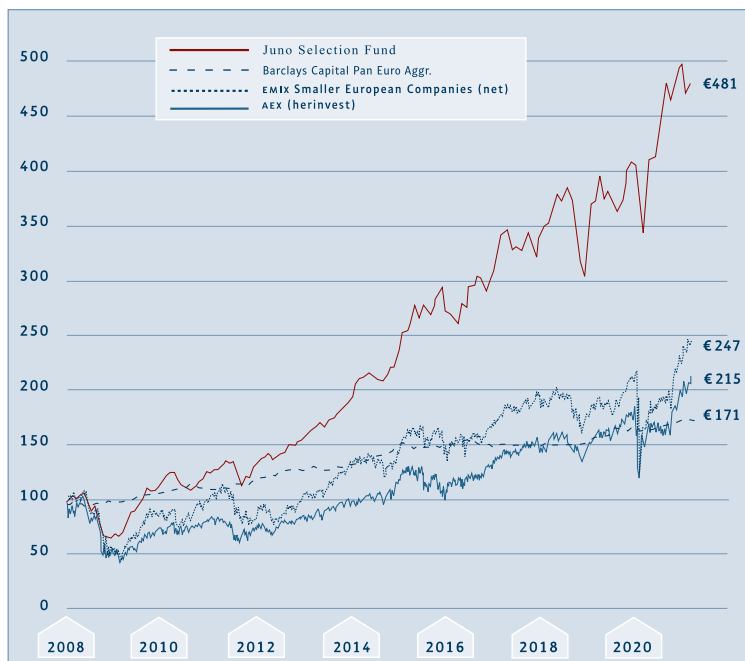
## Verslag over het eerste kwartaal 2021

## Verslag over het eerste kwartaal 2021

### Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van **€ 480,60** per participatie. Na de eerste drie maanden van dit jaar komt het rendement uit op -3,3%.

De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, steeg in de afgelopen drie maanden met +9,4%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg ook, en wel met +12,3%



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Sinds de start van het Juno Selection Fund, 163 maanden geleden, hebben we steeds weer vastgesteld dat onze investeringsstijl het minst goed functioneert in tijden van euforie op de markten. Het beste rendement behalen we bij negatieve of zijwaarts bewegende beurzen. Dat de EMIX Smaller European Companies Index sinds de aankondiging van covid-vaccins in november met 35% steeg, was daarom een veeg teken. Onze aandelenposities waarvan de beurskoersen zo sterk waren opgelopen in het afgelopen jaar (+21%), werden door beleggers nu nauwelijks meegenomen in hun hervonden koopdrang. Vooral ook particuliere beleggers kochten liever aandelen in vaak verlieslatende sectoren zoals de luchtvaart en reisbranche, banken, olie en vastgoed; stuk voor stuk zwaar geraakt door corona. De angst om een flinke koersrally te missen in dergelijke bedrijven is momenteel blijkbaar groter dan de ratio.

Nu de gemiddelde koersappreciatie van bedrijven in het Selection Fund al vijf maanden nagenoeg stilstaat (+3%), en we worden afgetroefd door sterke koersrendementen op aandelen van bedrijven die niet aan onze investeringscriteria voldoen, dringt de vraag zich op of we onze stijl moeten aanpassen. Echter, voor deze meer cyclische bedrijven, die financieel meebewegen met de stijgende of dalende economie, kunnen we geen goede voorspellingen doen over hoe ze er over vijf jaar financieel aan toe zijn. Sterker nog, zelfs nu al lijkt de markt ver op de economische muziek vooruit te zijn gelopen. De meeste bedrijven in deze onvoorspelbare sectoren moeten eerst nog uit een diep financieel dal klimmen, waarbij naar onze inschatting een aantal van hen die overlevingstocht niet gaan redden, terwijl hun hoge beurskoersen nu al wel een wolkeloze economische toekomst reflecteren.

Wij investeren onze inspanning en het fondsvermogen liever in het zorgvuldig selecteren van voorspelbare winnaars, dan dat we proberen bedrijven te kiezen die nét iets beter dan de gemiddelde bedrijven op de beurs zijn. De beurskoersen van de voorspelbare bedrijven die wij selecteren, stijgen op termijn mee met hun winstgroei. Daardoor kunnen we vandaag bij deze groep wél redelijk goed bepalen wat we voor die toekomstige groei willen betalen.

Die intuïtieve logica heeft ons na ruim 13 jaar een gemiddeld rendement van 12,6% per jaar opgeleverd, ondanks de financiële crisis van 2008 en de pandemie van 2020. Het is ook geen toeval dat dit rendement nagenoeg gelijk is aan de gemiddelde jaarlijkse winstgroei (12,7%) van de bedrijven in de portefeuille. Achterblijven bij een index is niet leuk, maar het is ook niet nieuw en dit kwam de afgelopen jaren meermaals voor. Toch heeft de langere termijn steeds weer uitgewezen dat onze investeringsstijl lonend is en we zien geen reden om daar enige verandering in aan te brengen.

Toen we eind 2009 voor het eerst een positie opbouwden in het Duitse **Cewe**, hadden we al een duidelijk beeld voor ogen van de economische toekomst van het bedrijf. In dat jaar verkocht het voor het eerst meer digitale foto's dan analoge, en die trend leek stevig door te zetten. De echte drijfveer achter het bedrijfssucces waren de stijgende verkopen van fotoboeken. Echter, op groepsniveau bedroeg de operationele marge nog niet eens 5%, voornamelijk door de lage winst op losse (digitale) foto-ontwikkeling en Cewe's winkelnetwerk, waar naast fotoboeken ook nog veel digitale camera's werden verkocht tegen zeer lage marges. Met de aanhoudende groei van de winstgevendere fotofinishingproducten, verwachtten we op termijn ook een uitgesproken stijging van de operationele marge en vrije kasstromen van de groep.

Cewe herinvesteerde jaarlijks vrije kasstromen in het bedrijf en won prijs na prijs voor de beste fotoboeken in Europa en werd daarmee marktleider in Europa. Maar niet alles was een doorslaand succes. Om de afhankelijkheid van alleen digitale foto's te verminderen, kocht Cewe in 2012 het online-printbedrijf Saxoprint. De markt voor professioneel drukwerk was ook snel aan het digitaliseren, maar de switch van de traditionele huisdrukker naar een online bestelling bleek minder snel door te zetten dan eerder werd verwacht. Saxoprint is intussen wel prijs- en kostenleider in Europa, maar de marges zijn flinterdun en de concurrentie moordend. Wij achten de kans dat de divisie wordt verkocht nog steeds heel aannemelijk, maar corona heeft hierop een sterk vertragende invloed gehad.

De pandemie leek aanvankelijk een negatief effect op Cewe's resultaten te gaan hebben: Saxoprint zou minder drukwerk-opdrachten van bedrijven krijgen en zonder nieuwe foto's van verre reizen, bestellen consumenten minder fotoproducten. Al na enkele maanden bleek echter dat consumenten nog ladingen oude foto's op de computer hadden staan en de lockdown aangrepen om 'achterstallig onderhoud' te verrichten. Juist doordat de sterk winstgevende fotofinishingproducten goed verkochten, sprong de operationele groepsmargin naar een nieuw record van 11%, een groot verschil met de 5% in 2009. Terugkijkend was 2020 een geweldig jaar voor Cewe, met een disproportionele stijging in de nettowinst naar 52 miljoen euro. Sinds 2009 steeg de jaarlijkse winst per aandeel met 19,5%, waarbij ook het rendement op kapitaal boven de 15% bleef en in 2020 zelfs op 20,6% eindigde. De outlook voor 2021 is traditiegetrouw voorzichtig, maar wel weer positief. Voor de langere termijn verwachten we dat de winstgroei kan doorzetten, waarbij een hogere koers-winstverhouding niet onwaarschijnlijk lijkt.

**Sartorius** maakt sinds 2014 deel uit van onze portefeuille. Wat ons destijds direct aansprak is de gerichte strategie die CEO Joachim Kreuzburg voert. Met name bij de grootste tak, Bioprocess Solutions, heeft hij geduldig gebouwd aan het productportfolio. Enerzijds organisch, de onderneming heeft jarenlang meer dan 10% van de omzet geïnvesteerd in het opbouwen van voldoende productiecapaciteit wereldwijd. Anderzijds, door met gerichte overnames ontbrekende technologie in huis te halen.

Sartorius' klanten zijn de grote medicijnfabrikanten die generieke geneesmiddelen of nieuwe medicijnen op de markt brengen op basis van biologisch materiaal. Dit soort medicijnen zijn herkenbaar aan hun naam, die eindigt op 'mAb' (*Monoclonal Antibody*). De basis productiestappen voor een dergelijk medicijn worden onderscheiden in een upstream- en een downstream-gedeelte. In het upstream-gedeelte was Sartorius van oudsher al heel sterk met hun specifieke membranentechniek. De membranen worden gebruikt in de filters, die in deze stap erg belangrijk zijn. In het downstream-gedeelte, waar biologisch materiaal wordt gepurificeerd en het uiteindelijke medicijn overblijft, is de zogenoemde chromatografietechniek essentieel.

Concurrent GE Biopharma had hier altijd een duidelijk voordeel met de beste technologie, resulterend in het grootste marktaandeel. Na de verkoop van deze activiteit door GE aan Danaher twee jaar geleden, zijn er kansen gekomen voor Sartorius om gebruik te maken van deze marktverschuivingen. Onder druk van mededingingsautoriteiten moest Danaher een gedeelte van het overgenomen bedrijf doorverkopen. Afgelopen jaar was Sartorius de gelukkige koper. Het was met 750 miljoen euro veruit de grootste overname van Sartorius in de laatste tien jaar.

Naast onderdelen van GE Biopharma, nam Sartorius afgelopen jaar nog een drietal andere bedrijven over met technologie in de chromatografie, waardoor Sartorius binnenkort eindelijk alle onderdelen voor de productie van biologische medicijnen aan haar klanten kan leveren. Ook cijfermatig zette Sartorius grote stappen. De omzet steeg sinds 2014 van 898 miljoen euro naar 2,3 miljard euro in 2020. De winst steeg zelfs nog sneller, van 73 miljoen euro naar 299 miljoen euro.

De gemiddelde historische groei van 15% per jaar, kreeg vorig jaar extra rugwind door de pandemie. Veel vaccins kunnen worden geproduceerd met gebruik van de technologie van Sartorius. Het marktaandeel dat Sartorius heeft opgepakt bij deze extra vraag is een stuk groter dan dat wij een jaar geleden inschatten. Experts uit de industrie roemen Sartorius om de wijze waarop ze kundig de taak op zich neemt, om te helpen met advies en praktische hulpmiddelen bij het inrichten van nieuwe productielijnen bij farmaceuten. Deze strategie werpt ook nu duidelijk zijn vruchten af in deze pandemie.

Naar verwachting gaat het vaccineren voor covid zich op dezelfde manier ontwikkelen als met de huidige griepvaccinatie. Personen boven een bepaalde leeftijd, of zij die in een risicogroep vallen, krijgen één vaccinatie per jaar. Mocht dat zo zijn, dan zal een behoorlijk gedeelte van de extra omzet en winstgroei voor Sartorius niet eenmalig zijn. Groeide de winst over 2020 nog met 43%, voor 2021 gaan we uit van een winstgroei van 35% vanwege de structurele verhoging van de marktvraag naar hun producten.

## Vooruitzichten

Na meer dan twaalf maanden pandemie is de economische realiteit voor vele bedrijfssectoren buitengewoon slecht. De weg terug naar *'business as usual'* is nog lang en vol gevaren, ook in financieel opzicht: een te snelle besteding van de grote spaartegoeden door consumenten zou inflatie aanwakkeren en daarmee de rente snel opstuwten. Ondertussen lijkt de aandelenmarkt zich geen enkele zorgen te maken, geholpen door beleggers met een gebrek aan alternatieven voor hun laag (of niet) renderende spaarrekeningen.

Wij werken niet met een marktvisie en gaan bij de invulling van de portefeuille niet uit van een basisscenario met gedetailleerde macro-economische aannames. Onze werkwijze blijft het voor de lange termijn aanhouden van gestaag groeiende ondernemingen in onze portefeuille die diensten en producten leveren die ongeacht de stand van de conjunctuur hun weg naar afnemers blijven vinden. Dat deze Europese ondernemingen vaak wereldwijd actief zijn draagt verder bij aan hun stabiele ontwikkeling.

Op dit moment verwachten we voor de portefeuille als geheel een winstgroei die weer tussen 10 en 15% lijkt uit te komen in 2021. De vooruitzichten voor de jaren daarna zijn eveneens tevredenstellend. Zoals bekend, kunnen we niet voorspellen hoe die winstgroei zich op korte termijn naar verdere koersappreciatie vertaalt, maar dit is zeker niet lineair zoals we dit jaar al ervoeren. De voorkeur die beleggers de afgelopen maanden lijken te hebben voor meer speculatieve beleggingen ten koste van kwaliteitsbedrijven zou nog even kunnen aanhouden. Zolang onze bedrijven hun groeipad vervolgen en hun waarderingen aantrekkelijk blijven, kijken wij met vertrouwen naar de toekomst.

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%                 |
| 2020                           | + 21%               | + 7%                      | + 5%                       | + 4%                 |
| 1 <sup>e</sup> kwartaal 2021   | - 3%                | + 9%                      | + 12%                      | - 2%                 |
| 2021                           | - 3%                | + 9%                      | + 12%                      | - 2%                 |
| <b>Sinds start *</b>           | <b>+381%</b>        | <b>+148%</b>              | <b>+115%</b>               | <b>+ 69%</b>         |
| *) fondsbegin: 11 januari 2008 |                     |                           |                            |                      |
| jaarlijks samengesteld         | <b>+12,6%</b>       | <b>+7,1%</b>              | <b>+ 6,0%</b>              | <b>+ 4,1%</b>        |

### Top 5 Aandelenposities

| NAAM                | LAND        |
|---------------------|-------------|
| Paradox Interactive | Zweden      |
| SimCorp             | Denemarken  |
| Soitec              | Frankrijk   |
| Stratec Biomedical  | Duitsland   |
| Bachem              | Zwitserland |

## 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 2021.

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

Dit rapport is in april 2021 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)