



Juno

CONTINUATION FUND

Verslag over het tweede kwartaal 2023

Verslag over het tweede kwartaal 2023

Verslag over het tweede kwartaal 2023

Rendement Juno Continuation Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€87,66** per participatie, een stijging van +0,4%. De index van Europese middelgrote bedrijven, de MSCI Europe Mid Cap Index, daalde in het tweede kwartaal met -0,7%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg het afgelopen kwartaal, en wel met +3,4%.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Tijdens het kwartaal werd duidelijk dat centrale banken van plan zijn de rente verder te verhogen als gevolg van aanhoudende inflatie. Dit is in lijn met de verwachtingen die wij eerder uitspraken en die ook breder gedragen worden. De waarderingen van aandelen lijken hier tijdens de sterke daling in 2022 veelal op te hebben voorgesorteerd.

De waarderingen van sommige bedrijven in de portefeuille bleek zo sterk gedaald dat er een overnamebod kwam; op zowel het Britse **Dechra** als het Deense **SimCorp** kwam een bod van respectievelijk private equity koper EQT en Deutsche Börse.

Dechra maakte nog niet zo lang deel uit van de portefeuille. Naar aanleiding van een persbericht in april omtrent een mogelijk bod steeg de koers sterk en bereikte een niveau waarop een nog hoger bod ons zeer onwaarschijnlijk leek. We verkochten het grootste deel van de positie en het uiteindelijke bod lag fractioneel lager dan onze verkoopprijs.

Gedurende het kwartaal namen we, mede naar aanleiding van een vervolfbezoek in mei, een positie in het Zwitserse **Belimo**. Deze onderneming is marktleider in zogenaamde actuatoren (aandrijvers) en control valves (kleppen), componenten van apparaten die essentieel zijn bij de werking en beheersing van lucht- en watersystemen in gebouwen. Mede als gevolg van de toenemende aandacht voor duurzaamheid, luchtkwaliteit en energieverbruik verwachten we een aanhoudende groei voor Belimo. De waardering weerhield ons lange tijd van een aankoop maar de koers van Belimo daalde sterk de afgelopen 18 maanden waardoor we tegen een aantrekkelijke prijs konden instappen.

Ondanks de prima en zelfs verbeterde langetermijnvooruitzichten voor **Bachem**, werd de positie in het bedrijf gereduceerd als gevolg van de in korte tijd zeer sterk opgelopen koers.

Het Italiaanse **Amplifon** is wereldwijd de grootste verkoper op het gebied van gehoorapparaten en is in 25 landen actief met ruim 9.300 verkooppunten. In het afgelopen jaar bedroeg de jaaromzet €2,1 miljard en had de onderneming een operationele winstmarge van 13,5%. Via diverse winkelketens, waaronder Beter Horen in Nederland, heeft de onderneming een wereldwijd marktaandeel van 12%. Daarmee is Amplifon een veelvoud groter dan de eerstvolgende 'onafhankelijke' retailer en ook beduidend groter dan de winkelketens die in het bezit zijn van de grote fabrikanten van gehoorapparaten en die voornamelijk hun eigen assortiment aanbieden.

De onderneming werd in 1950 opgericht door de Brit Algernon Charles Holland die gedurende woz lid was van de Britse 'special forces' en ook een rol heeft gehad bij het georganiseerde Italiaanse verzet. Na de oorlog besloot hij met zijn Italiaanse vrouw in Milaan te blijven en merkte hij op dat veel voormalige militairen blijvende gehoorschade hadden opgelopen als gevolg van de oorlog. Hij besloot er iets aan te doen en richtte Amplifon op om veteranen met gehoorbeschadiging te voorzien van professionele hulp. De dochter van de oprichter, Susan Holland, is sinds 2011 voorzitter van de Raad van Commissarissen en de familie heeft 42% van het kapitaalbelang –en een meerderheid van de stemmen– in handen.

Amplifon bouwde in Italië een netwerk van winkels en erkende audiologen op en vanaf de vroege jaren '90 begon de internationale expansie met een eerste uitbreiding naar Spanje en Portugal. Vrij kort daarop volgde uitbreiding naar het noorden van Europa en ook de eerste toegang tot de Amerikaanse markt door de acquisitie van lokale marketleider Miracle-Ear in 1999. In het afgelopen jaar werd 18% van de omzet gegenereerd in Amerika, 15% in Azië-Pacific –met name Australië– en het restant vooralsnog vrijwel geheel in Europa. De VS is de grootste markt voor gehoorapparaten wereldwijd en er is voor Amplifon dus nog ruimschoots potentieel om daar door te groeien. Dat zal gebeuren via een combinatie van organische groei en het uitkopen van de vele nog actieve Miracle-Ear franchisenemers. Ook buiten Amerika blijven er genoeg kansen om uit te breiden; naast het openen van nieuwe winkels doet Amplifon in een grotendeels gefragmenteerde markt ook acquisities van bestaande winkels en winkelketens; de laatste omvangrijke acquisities vonden plaats in Spanje (2018) en Australië (2021).

Amplifon profiteert van de toenemende vergrijzing van de samenleving en de wens van vele ouderen om ook op latere leeftijd (sociaal) actief te blijven. Daarnaast groeit de markt als gevolg van productinnovaties waaronder connectiviteit (bijvoorbeeld met smartphone en televisie) en oplaadbare apparaten (in plaats van het gebruik van te vervangen batterijen) en door een hogere penetratie in nieuwe en bestaande markten. De sterke verkleining van moderne gehoorapparaten maakt deze vele malen subtieler dan in het verleden waardoor het stigma rondom het dragen ervan langzaam begint te verdwijnen en de penetratie toeneemt. Naast deze elementen die leiden tot groei van de markt, is er sprake van een stabiele vervangingsvraag bij bestaande gebruikers.

Amplifon produceert niet zelf; er zijn wereldwijd slechts een handvol producenten van gehoorapparaten en Amplifon is continu vrij te kiezen met welke producent zij samenwerken; door de grote volumes die ze afneemt kan de onderneming voordelige voorwaarden afdwingen, die kunnen worden gedeeld met de consument. Hierdoor wordt marktaandeel gewonnen hetgeen weer leidt tot nog grotere volumes.

Ook kan Amplifon door haar omvang meer investeren in marketing, digitalisering en de algemene winkelervaring. Het diagnosticeren van gehoorverlies en tot daadwerkelijke aankoop van een gehoorapparaat overgaan is een langjarig proces. Uitleg, testmogelijkheden en service zijn van belang bij het beslissen. De technologische complexiteit en het individueel aanmeten zijn verdere redenen waarom de verkoop van gehoorapparaten vooralsnog vrijwel geen tractie heeft gekregen in het online verkoopkanaal.

In 2018 begon de introductie van gehoorapparaten onder het eigen Amplifon-merk. Waar 5 jaar geleden nog geen enkel gehoorapparaat onder het Amplifon-merk werd verkocht is dit nu het bestverkopende merk in de eigen winkels. Daarmee groeit de naamsbekendheid van Amplifon en wordt de onderhandelingspositie ten opzichte van de producenten van gehoorapparaten, die ook de Amplifon-gehoorapparaten namens hen maken, alleen maar sterker. De 'brand power' van de winkelketen is veel belangrijker dan die van de fabrikanten en Amplifon bezit ook de klantrelatie via het persoonlijke contact met de audioloog. De digitale verbinding met de klant, bijvoorbeeld via de Amplifon-app, versterkt deze relatie en levert daarnaast bruikbare informatie omtrent productgebruik op.

Amplifon maakte bij aanvang van het Juno Continuation Fund in 2020 al onderdeel uit van de portefeuille maar bij het uitbreken van de coronapandemie is ervoor gekozen om afscheid te nemen van de positie. De gedwongen sluiting van de winkels bracht te veel kortetermijnonzekerheid met zich mee. Begin 2022 werd er weer een positie genomen, toen duidelijk werd dat de onderneming weer op het vertrouwde groeitraject van voor de pandemie was geraakt. De sterke cijfers over de afgelopen kwartalen bevestigen dat deze markt ook in relatief lastige economische omstandigheden bleef groeien en dat Amplifon marktaandeel blijft winnen en daarbij de inflatoire effecten kan compenseren door prijsverhogingen.

Wij bezochten de onderneming afgelopen mei op het hoofdkantoor in Milaan en spraken daar onder anderen met de CFO. Wat we te horen kregen was geheel in lijn met wat we de afgelopen jaren hebben gezien; de onderneming ziet geen disruptieve marktontwikkelingen en is ook niet van plan van het strategische pad af te wijken. Een belangrijk aandachtspunt voor de komende jaren blijft de VS; daar is twee jaar geleden een focus op komen te liggen met tot nu toe erg goede resultaten en daar willen ze graag op voortborduren. Gezien het lage marktaandeel in de VS kan dit nog jarenlang een belangrijke groeimotor blijven. De verdere groei kan, net als in het verleden, uit de kasstromen gefinancierd worden. Amplifon is op dit moment een top-5-positie in het fonds.

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 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%
2 ^e kwartaal 2023	+ 0%	- 1%	+ 3%	- 0%
2023	+ 6%	+ 7%	+ 14%	+ 2%
Sinds start *	- 12%	+ 10%	+ 41%	- 18%
Jaarlijks samengesteld	- 3,8%	+ 2,9%	+10,6%	- 5,7%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
ICON	Ierland
Soitec	Frankrijk
Rational	Duitsland
Amplifon	Italië
Teleperformance	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 tweede kwartaal 2023.

vormgeving binnenwerk René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 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

