



JUNO
Continuation Fund

Verslag over het eerste kwartaal

Verslag over het eerste kwartaal 2020

Verslag over het eerste kwartaal 2021

Rendement Juno Continuation Fund

Het Juno Continuation Fund sloot het eerste kwartaal af met een netto vermogenswaarde per participatie van **€ 113,32**, een stijging van +2,9% ten opzichte van het begin van het jaar. Daarmee bleef het fonds achter op de msci Europe Mid Cap Index, die in het kwartaal +7,2% steeg. Sinds lancering van het fonds op 1 februari 2020 was het rendement +13,3% terwijl de msci Europe Mid Cap Index in die periode +12,3% steeg.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het fonds presteerde in 2020 beduidend beter dan de index maar in het eerste kwartaal van 2021 deelde het slechts gedeeltelijk in het algehele enthousiasme op de financiële markten. De huidige euforie komt namelijk vooral ten goede aan bedrijven in bedrijfstakken die het meest geleden hebben onder de pandemie en waarvan een sterk herstel in de komende jaren wordt verwacht, zoals energie, hotellerie en autoproducenten. Dat herstel lijkt echter ook in 2021 nog geen economische realiteit te worden: de winstverwachtingen in Europa liggen in het algemeen, en met name voor de zwaar getroffen sectoren, voor het jaar 2021 nog steeds ruim onder het winstniveau van 2019. De beurskoersen stijgen terwijl de winsten dalen; beleggers zijn erg enthousiast en nemen een ruim voorschot op een, in hoge mate onzeker, herstel ná 2021.

De bedrijfswinsten van de ondernemingen in het Juno Continuation Fund zijn daarentegen met ongeveer 14% gestegen in 2020 en voor 2021 wordt een soortgelijke stijging verwacht. Het rendement van de afgelopen tijd loopt daarmee redelijk in de pas met de winststijgingen en er is geen sprake van opgelopen waarderingen.

Het rendement in het eerste kwartaal stemt natuurlijk niet tot tevredenheid maar gaat zeker niet tot verandering of aanpassing van onze strategie leiden. De Juno-strategie blijft het beleggen voor de lange termijn in gestaag groeiende bedrijven, in de overtuiging dat de winstgroei uiteindelijk wordt vertaald naar rendement voor de aandeelhouder. De zogenaamde rotatie naar zwaar getroffen sectoren die we de afgelopen maanden hebben gekend, is geen onbekend fenomeen. Ervaringen uit het verleden leren dat het consequent doorvoeren van de strategie, zonder daarbij tijdelijk 'buiten de piste te gaan' de aangewezen route is.

Dat neemt niet weg dat er, veelal kleinere, veranderingen in de portefeuille konden worden doorgevoerd. Zo werd de kleine positie in Carl Zeiss Meditec gedurende het kwartaal verkocht omdat de waardering naar onze mening te hoog was opgelopen. De weging in het Deense GN Store Nord werd daarentegen verhoogd aangezien de omzet en winstgevendheid in het Audio-segment (hoofdtelefoons) alle verwachtingen overtreft. Ook de positie in het Ierse ICON, dat medicijnen (waaronder het Pfizer vaccin tegen corona) test op effectiviteit en neveneffecten, werd verhoogd. De onderneming laat beter dan verwachte cijfers zien en is erg optimistisch over de komende jaren. ICON kondigde de acquisitie van concurrent PRA aan, waardoor een waar *powerhouse* ontstaat. Hoewel wij deze acquisitie steunen, zijn we ons bewust van de inherente risico's omtrent grotere acquisities waardoor we de gang van zaken in de komende maanden bovengemiddeld vaak zullen toetsen.

In maart 2020 namen we voor het eerst een positie in **Just Eat Takeaway** (JET), moederbedrijf van onder meer Thuisbezorgd.nl, nadat de koers sterk was teruggelopen. Wij waren van mening dat JET niet zou lijden onder de pandemie en hoewel de onderneming inderdaad juist een forse groeiversnelling doormaakte, sterkte ook de concurrentie verder aan. Onder meer Uber Eats en het Amerikaanse DoorDash kregen de wind in de zeilen, doordat hun logistieke model noodzakelijk werd voor restaurants zonder eigen bezorgers in dienst. Ook de overname van Grubhub in de VS zorgde voor koersdruk. Op dit moment houden wij nog steeds een positie in JET.

De vooruitzichten blijven veelbelovend maar de onzekerheden omtrent de concurrentieverhoudingen weerhouden ons ervan de positie te vergroten.

Vorig jaar schreven wij rond deze tijd over het Zwitserse **Logitech**, een onderneming die wij selecteerden op basis van het sterke merk, de solide bedrijfsvoering met zowel een robuust strategisch als operationeel track record, en de stevige balans met circa 500 miljoen dollar aan netto cash.

Bij de opname van Logitech in de portefeuille was de COVID-19-pandemie geen factor en bij de eerste berichtgeving daarover gingen onze gedachten in eerste instantie uit naar de mogelijk negatieve gevolgen voor de onderneming door interruptie in de leveringsketen vanuit China. Het werd echter al vrij snel duidelijk dat de pandemie zich niet alleen tot China zou beperken en dat onder meer de webcams en video-conferencing producten van Logitech een belangrijke sleutel zouden zijn om het noodgedwongen '*work from home*'-beleid te faciliteren. Ook nam '*gamen*' daardoor het afgelopen jaar een ongekende vlucht en ook op dat gebied profiteerde Logitech via randapparatuur als muizen, keyboards en gaming-headsets.

Dit resulteerde in een ongekend sterk jaar, waarbij de omzet met ruim zestig procent toenam en de winst dankzij een sterk verbeterde winstmarge – van 13 tot ruim 20 procent – zelfs bijna verdrievoudigde. De netto cashpositie is verder opgelopen tot maar liefst 1,5 miljard dollar en is daarmee gelijk aan iets minder dan 10% van de eigen beurswaarde. Dat is cash die op termijn ingezet kan worden voor een acquisitie of kan worden teruggegeven aan aandeelhouders via de inkoop van eigen aandelen of een (extra) dividend.

Het Video Collaboration (vc) segment was de sterkste groeimotor, net zoals het dat ook was vóór de covid-19-pandemie. Deze divisie verzorgt videoapparatuur voor videobellen in (kleinere) vergaderkamers en wordt zowel door een eigen Logitech '*B2B*' sales force als door distributeurs verkocht aan zakelijke klanten.

Vijf jaar geleden droeg vc minder dan 5% bij aan de groepsomzet, maar dit jaar draagt het naar verwachting ruim 1,1 miljard dollar aan omzet bij, wat neerkomt op ruim 20% van de totale groepsomzet. Ondanks de bijzondere versnelling in het afgelopen jaar (circa +170%) op de al stevige groei wordt ook in 2021 nog dubbelcijferige groei verwacht. Waar bedrijven vorig jaar vooral druk bezig waren met het opschalen van thuiswerken richten zij zich nu op de middellange termijn en de implicaties van het veilig laten terugkeren van het personeel op kantoor. Hoewel de meningen verschillen lijkt de consensus te zijn dat voor veel bedrijven thuis of flexibel werken een blijvende mogelijkheid wordt, ook bij bedrijven waar dat voorheen veelal niet het geval was.

Het in deeltijd thuiswerken is niet langer taboe, nadat veel ondernemingen het afgelopen jaar noodgedwongen hebben ondervonden dat het in de praktijk goed blijkt te werken en dat veel werknemers er zelf ook behoefte aan hebben. Ook hebben veel bedrijven over het afgelopen jaar flink kunnen besparen op bedrijfsreizen, waarvan wordt verwacht dat een aanzienlijk deel structureel wordt vervangen door het efficiëntere videobellen. Werken vanuit huis kan in sommige gevallen helpen bij het vinden van geschikt personeel buiten de directe omgeving van het kantoor. Als gevolg hiervan zullen sommige vaste werkplekken ingeruild worden voor flexibele ruimtes om op afstand met elkaar samen te werken en vergaderen. *'Work from home'* wordt daarmee in de nabije toekomst *'work from anywhere'* en de structurele groeitrend achter de vc-divisie is daarmee verder versterkt.

Dat laatste geldt ook voor een aantal van de andere Logitech-divisies. Zij zullen echter het komende jaar eerst een pas op de plaats moeten maken, afgezet tegen de ongekend sterke vergelijkingsbasis die in 2020 is neergezet. Denk daarbij aan keyboards en muizen die het afgelopen jaar massaal werden ingekocht voor de eerste inrichting van het thuishkantoor of de sterke aanwas van nieuwe gamers. Desalniettemin ligt het ook in de lijn der verwachting dat de omzet en winst in deze categorieën wel blijvend fors hoger liggen dan de basis die in 2019 is gelegd. Die bedrijfsonderdelen zullen van dit hogere plateau verder groeien op basis van diezelfde versterkte trends en structureel grotere eindmarkten.

De winstmarge zal naar verwachting gedeeltelijk normaliseren, hoewel ook op een structureel hoger niveau dankzij de productmix met een blijvend grotere bijdrage aan de omzet uit categorieën met een hogere brutomarge, zoals *vc* en *gaming*. De onderneming schroomt er echter niet voor om ook op een hoger niveau te blijven investeren in de eigen sales- en marketingcapaciteiten en ook het budget voor R&D is fors uitgebreid om toekomstige producten en productcategorieën versneld te ontwikkelen. Daarmee zal de operationele winst in het komende fiscale jaar (eindigend in maart) een daling van circa 30% tonen, alsnog een verdubbeling van de operationele winst ten opzichte van het resultaat in 2019.

Waar begin vorig jaar Logitech de grootste individuele positie was in het Continuation Fund, is die weging in lijn met de sterke koerswinst teruggebracht. Gelijktijdig is die koerstoenname gepaard gegaan met een sterke ontwikkeling van de structurele winstgroei en verbeterde langetermijnperspectieven. Daarom zien wij nog steeds een relatief gunstige waardering voor Logitech op basis van onze prognoses voor 2021 en de middellange termijn. Logitech heeft op dit moment een weging van circa 8% in het Continuation Fund.

Duurzaamheid

Gedurende het kwartaal heeft Juno haar aandacht op Duurzaamheid door middel van zogenoemde ESG (*“Environmental, Social and Governance”*) factoren verder geconcretiseerd. Wij zullen u in de komende kwartalen verder op de hoogte houden van onze werkzaamheden en initiatieven.

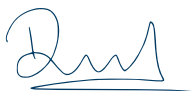
Vooruitzichten

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 Continuation Fund,



Rob Deneke



Duncan Siewe

Juno Continuation Fund: Historisch Rendement

	Juno Continuation Fund	MSCI Europe MidCap Index	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2020 *	+ 10%	+ 5%	+ 8%	+ 1%
1 ^e kwartaal 2021	+ 3%	+ 7%	+ 12%	- 2%
2021	+ 3%	+ 7%	+ 12%	- 2%
Sinds start *	+ 13%	+ 12%	+ 21%	- 1%
Jaarlijks samengesteld	11,4%	10,6%	18%	-0,6%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
ICON	Ierland
SimCorp	Denemarken
Logitech	Zwitserland
GN Store Nord	Denemarken

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

Dit rapport is in april 2021 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