



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het tweede kwartaal

## Verslag over het tweede kwartaal 2021

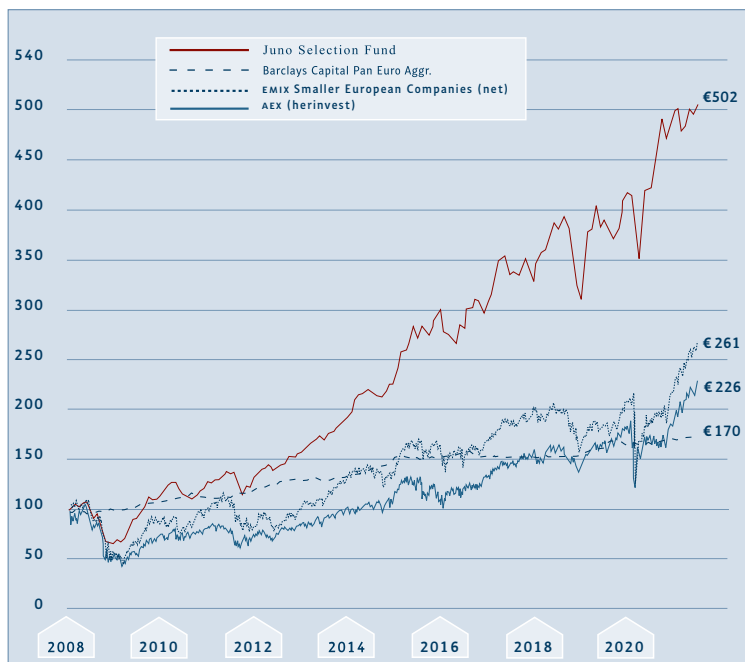


## Verslag over het tweede kwartaal 2021

### Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€ 501,76** per participatie. Het tweede kwartaal van 2021 toont daarmee een positief rendement van +4,4% en het resultaat na zes maanden komt op +0,9%.

De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, steeg in de afgelopen drie maanden met +5,6%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg ook, en wel met +5,1%. Voor de eerste helft van 2021 laten deze indices, met respectievelijk +15,5% en +18,0%, een sterke performance zien.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het in 1998 door Jonathan Milner in Cambridge opgerichte **Abcam** heeft als belangrijkste doelstelling om fundamentele onderzoekers naar biologisch materiaal te voorzien van hun behoeftes voor onderzoek en dan met name antilichamen. Sinds de oprichting als *e-commerce* onderneming, heeft Abcam de grootste online catalogus beschikbaar met tevens heel veel data over soorten antilichamen die in onderzoeken gebruikt zijn. Zo heeft de wetenschapper snel een goed overzicht welk antilichaam het meest geschikt is voor welk onderzoek. Met een snelle levering en een uitgebreide catalogus met 'reviews', lijkt Abcam in die zin wel op een samensmelting van Booking.com en TripAdvisor.

Omdat het zo belangrijk is om de juiste match te maken tussen een bepaald antilichaam en de specifieke aspecten van een onderzoek, heeft Abcam de laatste jaren wederom een paar zeer interessante acquisities gedaan. Ook heeft het veel academici aangetrokken om hun klanten, de wetenschappers, gemakkelijker te kunnen helpen aan het gewenste antilichaam. Deze investeringen in de interne organisatie hebben echter nog niet voor de gewenste omzet- en winststijging gezorgd.

De pandemie was ook een vertragende factor in dit proces: veel academische laboratoria legden het werk stil, of schaalden hun bezettingsgraad duidelijk af, waardoor de vraag naar antilichamen niet groeide. Abcam's omzet nam in 2020 dan ook niet toe. Opvallend hierbij is dat de vraag uit de VS terugviel, maar dat in China en Europa de afzet beter op peil bleef en zelfs licht toenam. De verwachting is dat wereldwijd alle laboratoria deze zomer weer opengaan, hetgeen tot een aantrekkende organische groei van rond 15% zou kunnen gaan leiden.

In de zomer van 2020 hebben wij het eerste diepgaande gesprek gevoerd met de Raad van Commissarissen (RvC) over het langetermijnbonusplan voor het management van het bedrijf. Abcam kent met name Amerikaanse concurrenten en een groot gedeelte van de productiecapaciteit bevindt zich ook daar.

Hierdoor vond de RvC het logisch om een bonusvoorstel te schrijven dat op zeer Angelsaksische leest geschoeid was. De hoogte van de mogelijke bonus vonden wij echter bovenmatig. Er was ook te weinig oog voor duurzaamheidsaspecten van de groei en er werd onvoldoende rekening gehouden met het rendement op kapitaal.

Na een uitgebreide consultatie enkele maanden geleden, waarbij ook wij onze voorstellen hebben kunnen toelichten, is het bonusvoorstel flink aangepast. Nu deelt het hele management van 80 personen mee en dit is met name ten koste gegaan van het eerder beoogde deel voor de CEO. Bovendien is er nu een drempelwaarde voor een minimum rendement op kapitaal toegevoegd en zijn duurzaamheidsfactoren meegenomen.

De laatste twee jaar presteerde Abcam ondermaats. Wij zijn van mening dat de ruime investeringen in de eigen organisatie, waarbij ook veel nieuw, jong talent werd aangetrokken, niet alleen noodzakelijk waren, maar ook aantonen dat er een sterke focus op de langetermijnontwikkeling is, ook als die ten koste van de winstgevendheid op korte termijn gaat. Ons vertrouwen wordt verder gesterkt door de verwachting dat de verschillende interessante acquisities van de afgelopen jaren nu ook hun bijdrage aan de groei gaan leveren. Wij verwachten daarom dat de organische groei structureel richting de 15% moet kunnen oplopen, met aantrekkelijke operationele marges van boven de 30%.

Begin dit jaar namen wij een positie in de Zweedse producent van laboratoriumapparatuur en –benodigdheden **Biotage**. Het bedrijf stond al een langere periode op onze verlanglijst maar was naar onze mening altijd te duur geprijsd. Een periode van koerszwakte en de constatering dat het bedrijf aan de vooravond van enkele belangrijke productintroducties staat, bood ons een goed moment om in te stappen in een interessant groeiverhaal. Biotage heeft zich toegelegd op de automatisering van belangrijke stappen in het werkproces van laboratoria. Biotage's machines en filtersystemen worden ingezet bij de chemische synthese en purificatie van stoffen.

Het bedrijf is ontstaan uit een reeks geacquireerde en gefuseerde bedrijfjes die tussen 2000 en 2010 zijn samengekomen onder de naam Biotage. Voormalig CEO Torben Jørgensen is het gelukt een indrukwekkende verzameling kleine nichespelers samen te voegen tot een wereldspeler op het gebied van laboratoriuminstrumenten en verbruiksgoederen. Torben hebben we meermaals gesproken in het verleden. Naast de hoge waardering, weerhield ook het gevoel van een *one-man-show* ons destijds van aankoop van aandelen in het bedrijf. Echter, sinds Torben's pensioen in 2019, zijn er meerdere nieuwe aanstellingen in het management geweest. Torben ondersteunt nu zijn (zelfgekozen) opvolger Tomas Blomquist vanuit zijn rol als voorzitter van de RvC om de volgende groeifase van Biotage te helpen realiseren.

Tomas heeft het lastige pandemiejaar 2020 gebruikt om de organisatie anders in te richten. Hierbij heeft hij ingezet op een sterk decentrale structuur, met een nieuwe klantgerichte opzet. Voorheen werd er per geografie en per productgebied goed samengewerkt maar werkten de verschillende groepen maar matig samen omdat alles, centraal, via het hoofdkantoor werd gecoördineerd. Nu wordt de structuur als het ware gekanteld. Drie klantengroepen zijn hierbij geïdentificeerd en deze worden met het totaalpakket aan instrumenten en verbruiksgoederen wereldwijd bediend. De drie groepen zijn (1) R&D voor farmaceutische producten, (2) analytisch testen en (3) water en milieu.

Het grootste deel van de omzet wordt bereikt bij laboratoria die zich bezighouden met R&D van nieuwe geneesmiddelen. Deze labs zijn vaak onderdeel van (grotere) farmaceutische en bio-tech bedrijven. De Biotage apparaten en reagentia worden vooral ingezet bij het vroege stadium van onderzoek, als de te bestuderen stof in kleine hoeveelheden chemisch wordt samengesteld. Biotage's producten worden gebruikt bij de purificatie (m.n. chromatografie). Hun machines en de bijbehorende eenmalig bruikbare filter-kolommen helpen om stoffen te scheiden en zo enkel de te bestuderen stof over te houden. De klanten die zich bezighouden met analytisch testen zijn laboratoria die forensisch onderzoek doen zoals o.a. drugs- en dopingtesten, het testen van voedselveiligheid maar ook de snel opkomende activiteit van water- en milieuonderzoek.

Dit betreft zowel commerciële als (semi-)publieke organisaties. Veel van Biotage's purificatietechnologieën die in het segment voor geneesmiddelenontdekking worden toegepast zijn ook in dit segment relevant. De komende jaren wordt veel groei verwacht van laboratoria op het gebied van milieuonderzoek, zoals het testen op de kankerverwekkende stof PFAS in grond en water.

Als we niet naar de klantengroepen kijken, maar naar het soort product dat Biotage verkoopt, dan zien we dat 60% van de groepsomzet van 110 miljoen euro komt uit de verkoop en het onderhoud van machines. Deze gaan gemiddeld 8 jaar mee. Echter, wat ons vooral interesseert is dat naast deze machines voor het verwarmen, mengen, centrifugeren en pompen van vloeistoffen, Biotage ook de filters, reagenten en andere verbruiksgoederen verkoopt die voor (eenmalig) gebruik nodig zijn in haar machines. Deze producten met hoge marge worden steeds opnieuw aangeschaft door haar klanten en dragen bij aan de voorspelbaarheid van de omzet en sterke winstgevendheid. Het bedrijf heeft de ambitie om dit deel van de omzet op termijn te laten doorgroeien van 40% naar 60%. Wij denken dat de operationele winstmarge die nu op 19,6% ligt, dan ook verder kan toenemen, net als het toch al aantrekkelijke rendement op kapitaal van 19,9%.

De doelstelling is om een organische omzetgroei van 8% per jaar te behalen. Het is geen geheim dat het bedrijf daarnaast ook actief rondkijkt naar acquisitiemogelijkheden om de omzet nog een verdere impuls te geven. Zolang deze niet te groot zijn, denken we dat dat goed aansluit bij de opgedane expertise uit het verleden. Er werden steeds slimme overnames gedaan, die het productaanbod sterk verbreedden. Dat gold bijvoorbeeld voor het in 2019 gekochte bedrijf PhyNexus. Na anderhalf jaar doorontwikkelen wordt de machine nu onder de naam Biotage PhyPrep op de markt gebracht. Het kan geautomatiseerd plasmide DNA purifiëren en de purificatie van een monster reduceert van twee uur naar tien minuten. Een goed voorbeeld van het type productintroducties dat Biotage graag doet en een impuls aan de groei geeft voor de komende jaren.



## Vooruitzichten

Vanwege de pandemie namen bedrijven wereldwijd ingrijpende maatregelen: investeringen werden stopgezet en voorraden afgebouwd. Nu de vraag weer terugkomt, zijn er in veel sectoren tekorten ontstaan: zo is de vraag naar semiconductoren, transport en bepaalde grondstoffen momenteel groter dan het aanbod. Sommige productieprocessen moeten zelfs tijdelijk worden stopgezet. De door de schaarste opgelopen prijzen, worden veelal doorberekend aan de eindklant. Daarnaast hebben zowel overheden als consumenten steeds meer aandacht voor de duurzaamheid van producten en processen. Herkomst, arbeidsomstandigheden en ecologische impact zijn aspecten die uitgebreid in kaart moeten worden gebracht. Dat leidt tot hogere kosten en heeft dus ook een prijsverhogend effect.

In hoeverre de huidige inflatie tijdelijk is, dan wel leidt tot een inflatoire spiraal, is onderwerp van grote discussie. Ook is de duur van de economische opleving vooralsnog erg onduidelijk en lastig in te schatten. Beleggers gaan nu uit van een economische groei die de komende jaren fors blijft, maar waarbij de inflatie terugvalt naar pre-pandemie niveaus. Gekoppeld met de aanname voor aanhoudend zeer lage rente, leidt dat tot oplopende waarderingen, vooral bij meer cyclische bedrijven. De koersontwikkeling van de stabiele kwaliteitsbedrijven in de Juno portefeuille, was in de eerste helft van 2021 dan ook duidelijk minder sterk.

Wij blijven terughoudend over de huidige economische opleving en zijn niet bereid mee te gaan in het marktenthousiasme dat gebaseerd is op onzekere en onvoorspelbare ontwikkelingen. Onze voorkeur blijft bij ondernemingen die op voorspelbare wijze doorgroeien. Hun recente rapportages en onze contacten met die bedrijven in de portefeuille bevestigen ons vertrouwen in hun vooruitzichten. Voor 2021 verwachten we dat hun winstgroei weer onze langetermijndoelstelling van 10-15% zal kunnen bereiken.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyll

## 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%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2021	+ 4%	+ 6%	+ 5%	0%
2021	- - - + 1%	- - - + 16%	- - - + 18%	- - - - 2%
<b>Sinds start *</b>	<b>+402%</b>	<b>+161%</b>	<b>+126%</b>	<b>+ 69%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	<b>+12,7%</b>	<b>+7,4%</b>	<b>+ 6,2%</b>	<b>+ 4,0%</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 tweede kwartaal 2021.

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

Dit rapport is in juli 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)

