



# Juno

SELECTION FUND

Verslag over het vierde kwartaal 2022

Verslag over het vierde kwartaal 2022

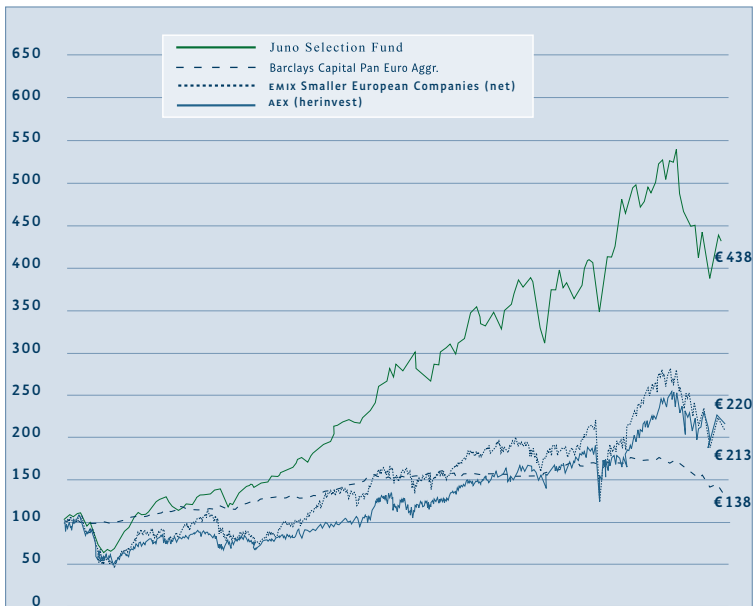


## Verslag over het vierde kwartaal 2022

### Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 437,71** per participatie, een stijging van +11,6% voor het kwartaal. Over het gehele jaar 2022 was het rendement -19,5%.

De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, steeg tijdens het vierde kwartaal met +10,4%, en sloot het jaar af met een rendement van -23,3%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) noteerde een stijging over de afgelopen drie maanden van +7,9%, en voor het jaar 2022 bedroeg het rendement -11,6%.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

De wens of eis om te meten wat de gesteldheid van de lucht om ons heen is, is sinds de COVID-pandemie alleen maar toegenomen. Bijvoorbeeld op het gebied van industriële applicaties (waar sensoren worden gebruikt bij luchtzuivering, ventilatie en gasmeters), in medische applicaties (zoals beademings- en slaapapneu-apparaten) en op de automarkt (waar sensoren beslagen ramen en cabineluchtkwaliteit monitoren). Hierbij worden onder meer luchtvochtigheid, temperatuur, CO<sub>2</sub>, fijnstof en de giftige formaldehydegassen nauwkeurig gemeten. Overheden hebben regelgeving geïntroduceerd die minimale luchtkwaliteit en ventilatie in publieke gebouwen vastlegt. Dit alles verklaart de steeds grotere behoefte aan sensoren om aan hogere eisen te voldoen en tot slimme oplossingen te komen.

In 2018 spraken wij voor het eerst met het management van het Zwitserse **Sensirion**. Het bedrijf is leidend op het gebied van sensortechniek. Het was net aan de beurs genoteerd, maar was nog verlieslatend. Hun accounting was zeer conservatief en alle R&D werd direct als kosten in de verlies- en winstrekening genomen, maar de sterk groeiende omzet kon deze kosten nog niet geheel absorberen. Wij hebben de ontwikkelingen al die jaren op de voet gevolgd. Sensirion's investeringen betaalden zich uit en in 2022 namen wij daarom voor het eerst een kleine positie in de portefeuille op.

Sensirion werd 24 jaar geleden opgericht door twee promovendi aan de technische ETH-universiteit te Zürich, Felix Mayer en Moritz Lechner. Zij zijn overigens nog altijd actief in het bedrijf als aandeelhouders en covoorzitters van de Raad van Bestuur. Het miniaturiseren tot een enkele chip van verschillende sensortechnieken was vanaf dag één hun grote uitdaging. Kleinere chips zijn goedkoper om in grote aantallen te produceren (minder silicium) en veel eenvoudiger te verwerken in ook steeds kleiner wordende meetapparatuur (die Sensirion niet zelf produceert).

Het eerste succes boekten ze met vochtigheidssensoren, een productcategorie waar Sensirion nog altijd leider in is, met een marktaandeel van meer dan 50%. Bij de marktintroductie van veel van de Sensirion sensoren, waren deze vaak tien tot vijftien keer kleiner dan bestaande oplossingen.

Sensirion staat bekend om haar zeer disruptieve productinnovaties, die steeds weer nieuwe applicaties mogelijk hebben gemaakt door hogere meetprecisie, minuscule afmetingen en/of lagere materiaalkosten. Sensirion is dan ook een echte R&D organisatie. Het bezit meer dan 200 patentfamilies en meer dan 20% van de werknemers is gepromoveerd. Ook scoort Sensirion regelmatig hoog op ranglijsten van beste werkgevers van Zwitserland.

De klanten van Sensirion zijn apparatenbouwers die de kleine maar precieze meetsensoren van Sensirion in hun apparaten gebruiken. Hierbij levert Sensirion vaak veel ontwerpondersteuning omdat de nauwkeurigheid zeer gevoelig is voor de plaatsing van de sensor binnen het apparaat en ook moet er uitvoerig gekalibreerd worden. De grootste eindmarkt zijn industriële applicaties. Door vroeg nauw betrokken te zijn bij de nieuwe producten van haar klanten, heeft Sensirion een goede kijk op de hoeveelheden van haar chips die in de nabije toekomst geleverd moeten worden. De toepassingen die hun klanten bedenken zijn voor de eindklanten vaak van essentieel belang, hetgeen maakt dat de vraag weinig cyclisch is gebleken in economisch mindere tijden. Sensirion heeft de chipproductie uitbesteed aan grote chipfabrikanten als TSMC, maar een deel van het testen, kalibreren en verpakken doet het bedrijf zelf in Zwitserland en Hongarije.

Financieel wordt het bedrijf nog altijd conservatief geleid. Het heeft geen schuld, ontwikkelkosten worden direct als kosten genomen in plaats van deze op de balans te kapitaliseren en de uitgesproken omzet- en winstverwachtingen worden steevast verslagen. De vrije kasstroom wordt grotendeels geherinvesteerd in toekomstige groei. In de komende vijf jaren verwacht het management een gemiddelde omzetgroei van 15% per jaar te behalen.

Dit door zowel groei van haar bestaande producten, als door introductie van geheel nieuwe typen sensoren. In 2021 behaalde het een omzet van CHF 287 miljoen bij een operationele marge van ruim 27%. Door het wegvallen van de eenmalige omzet uit beademingsapparaten voor COVID-patiënten, zal naar onze verwachting de winst voor 2022 grofweg op hetzelfde niveau uitkomen als 2021. Onderliggend is er echter sprake van een winstgroei van 10%. De koersdaling die het aandeel vorig jaar kende heeft ons de kans geboden een eerste kleine positie in dit mooie bedrijf te nemen.

Het Duitse **Sartorius AG** is sinds 2014 onderdeel van de Juno Selection Fund portefeuille. Ten tijde van onze eerste investering in de onderneming waren we met name geïnteresseerd in hun activiteiten op het gebied van apparatuur en verbruiksartikelen voor de productie van biologische medicijnen. Dit type geneesmiddelen, bijvoorbeeld antilichamen die worden ingezet bij immuuntherapie, zijn het afgelopen decennium sterk in opkomst. Bij de goedkeuring van dit type medicijnen worden de gebruikte productiemiddelen in protocollen vastgelegd. Verandering van leverancier is daarmee een zeldzame en kostbare aangelegenheid. In combinatie met het gegeven dat medicijnen meestal een zeer lange periode in productie zijn, geeft dat ons de gewenste voorspelbaarheid op de lange termijn.

Sinds zijn aanstelling als CEO van de onderneming in 2004 is Joachim Kreuzburg bezig geweest om het gehele palet aan benodigde producten en technologieën voor het fabriceren van biologische medicijnen bijeen te brengen binnen Sartorius, zodat het een zogenoemde *'one-stop-shop'* kon worden. De overname van het Franse Stedim in 2008 en van enkele activiteiten van Danaher in 2019 waren hierin met name belangrijk.

Voor het kweken van gemodificeerde cellen die het uiteindelijke biologische medicijn produceren, is *cell culture media* (celvoeding) heel belangrijk. Tot 2018 had Sartorius hierin een samenwerking met de Zwitserse farmaceut Lonza.

Joachim zag in dat *cell culture media* niet alleen belangrijk zijn voor het produceren van biologische medicijnen, maar dat ze ook essentieel zijn voor het fabriceren van de sterk opkomende cel- en genterapieën, therapieën waarbij ook levende cellen worden gebruikt. Door dit inzicht, zegde Joachim de samenwerking met Lonza op en heeft hij door het verrichten van kleine overnames de benodigde cell culture media-kennis en productietechnieken in huis gehaald, met als laatste stap de overname van Albumedix in augustus 2022.

Albumedix fabriceert op recombinante wijze Albumin, een belangrijk menselijk eiwit dat onder meer wordt gebruikt in de *cell culture media*. Een essentiële overname omdat in de toekomst de huidige dierlijke materialen als basismateriaal voor cell culture media niet meer zijn toegestaan voor het produceren van cel- en genterapieën.

Was de omzet van Sartorius in 2014 nog EUR 0,9 miljard, naar verwachting is deze in 2022 gestegen naar ruim EUR 4 miljard. De onderliggende winst steeg in dezelfde periode van EUR 64 miljoen naar bijna EUR 700 miljoen. De onderliggende winstgroei vertaalde zich ook in een koersappreciatie in de tussenliggende periode van meer dan 1000%.

De groei van Sartorius is voor het grootste gedeelte organisch, de overnames die Sartorius doet zijn over het algemeen heel klein en doelgericht. Overnames draaien veelal om bepaalde specifieke technologie die Sartorius nog niet heeft, maar wel gelijk op groepsniveau kan inzetten. Hierdoor voegt de nieuwe activiteit direct waarde toe. Om organisch te kunnen groeien investeert Sartorius jaarlijks ruim 10% van haar omzet. Aangezien dit percentage voorlopig niet lager wordt, ziet de onderneming zelf ook meer dan voldoende groeimogelijkheden. Hierbij neemt het rendement op kapitaal jaarlijks nog toe wat een teken is dat de middelen die de onderneming inzet steeds meer waarde toevoegen. Wij verwachten voor de komende jaren een jaarlijkse onderliggende winstgroei voor Sartorius van 15%. Zolang Sartorius op deze voorspelbare wijze blijft doorgroeien, blijven wij graag aandeelhouder in deze unieke Duitse onderneming.



## Vooruitzichten

De zeer sterk opgelopen inflatie in 2022 maakte dat centrale banken wereldwijd hun rentetarieven in een rap tempo sterk optrokken. Dat leidde vervolgens tot al even heftige reacties op de financiële markten, waarbij de koersen in zo'n beetje alle activaklassen flink daalden.

Sterk oplopende inflatie kan leiden tot koopkrachtverlies bij consumenten en daarmee tot omzetverlies bij bedrijven in vele sectoren. Inflatie kan ook leiden tot stijgende loonkosten en dus tot lagere winstgevendheid voor ondernemingen. De bedrijven die deel uitmaken van de Juno portefeuilles worden geselecteerd aan de hand van een aantal criteria, waaronder de mate waarin een onderneming een *need-to-have* product of dienst aanbiedt, waar haar klanten niet zonder kunnen of willen. Daarnaast zijn onze ondernemingen veelal in staat om kostenstijgingen door te berekenen aan klanten, zonder daarbij aan omzet te verliezen.

Hierdoor konden onze ondernemingen over 2022 naar verwachting een gezonde onderliggende winstgroei laten zien binnen de door ons gewenste bandbreedte van 10 – 15%. Dat hun koersen in 2022, ook erg leden onder de sterk opgelopen rentes is voor ons op korte termijn dan ook teleurstellend.

De aanhoudende winstgroei bij de geselecteerde bedrijven is echter een veel belangrijker én een langdurigere aanjager van koersen dan korte termijn renteontwikkelingen. Na de sterke koersdalingen in 2022 zijn onze ondernemingen niet alleen fundamenteel in goede staat maar nu ook in historische context een stuk aantrekkelijker geprijsd hetgeen een prima uitgangspunt is voor toekomstige koersontwikkelingen.

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%
2021	+ 9%	+ 23%	+ 30%	- 2%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2022	- 16%	- 11%	- 9%	- 6%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2022	- 10%	- 15%	- 8%	- 7%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2022	- 5%	- 9%	- 2%	- 6%
4 <sup>e</sup> kwartaal 2022	+ 12%	+ 10%	+ 8%	- 1%
2022	- 19%	- 23%	- 12%	- 19%
<b>Sinds start *</b>	<b>+338%</b>	<b>+ 113%</b>	<b>+120%</b>	<b>+ 37%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	<b>+10,4%</b>	<b>+ 5,2%</b>	<b>+ 5,4%</b>	<b>+ 2,1%</b>

## Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
Melexis	België
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 vierde kwartaal 2022.

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

Dit rapport is in januari 2023 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)

