



# Juno

SELECTION FUND

Verslag over het derde kwartaal 2023

Verslag over het derde kwartaal 2023

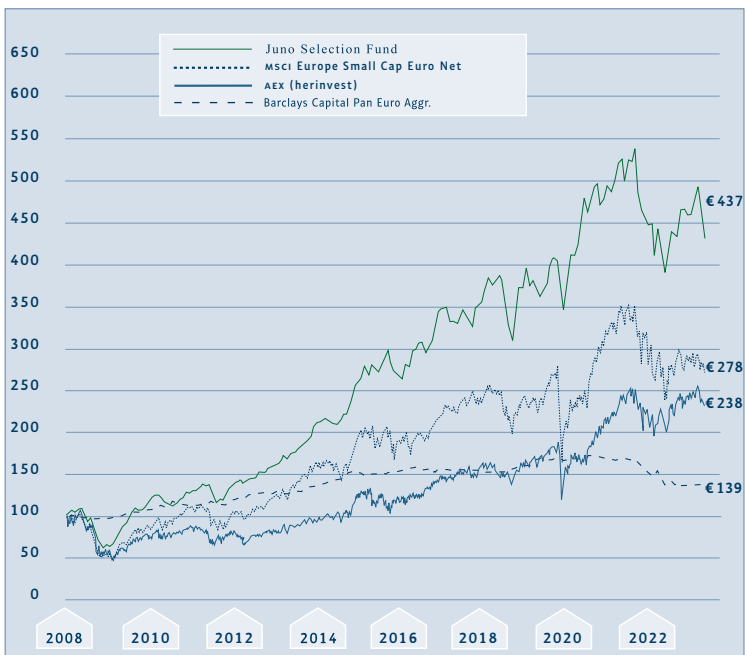


## Verslag over het derde kwartaal 2023

### Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 436,83** per participatie. Dat vertegenwoordigt een min van 8,9% voor het kwartaal. Voor het jaar komt daarmee het koersrendement op -0,2%.

De msci Small Cap Index (net) toont over dit kwartaal een rendement van -2,8%, en voor het gehele jaar +2,8%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) staat op -5,1% dit kwartaal, en +8,0% na de eerste negen maanden van 2023.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Voor het Selection Fund selecteren we beursgenoteerde bedrijven die jaar naar jaar een stabiele winstgroei kunnen realiseren. Omdat er op termijn een lineaire relatie tussen winstgroei en koersappreciatie bestaat, vertaalt die stijgende winstgroei zich over een langere periode in hogere koersen en dus een positief rendement. Onze bedrijven laten ook in 2023 een stabiele onderliggende winstgroei zien. Dan zou je verwachten dat dat resulteert in hogere beurskoersen. Echter, dit kwartaal was dat niet het geval. Aan de bedrijfsresultaten lag het niet, die zijn dit jaar meer dan goed.

De aanhoudend hogere inflatie geeft centrale banken geen ander alternatief dan de rente verder op te trekken. Al langere tijd geven we aan dat dit proces lang kan duren omdat de inflatie hardnekkiger lijkt te zijn dan veel marktcommentatoren denken.

Dat die realisatie juist in dit kwartaal inzet, en koersen van groeibedrijven zoals de onze drukt, is op korte termijn uiterst vervelend. Beleggers kiezen ervoor om aandelen van bedrijven die relatief goed zijn blijven liggen te verkopen, en een deel van dat geld in obligaties of deposito's te beleggen. Dit kwartaal hadden we daar erg veel last van, maar het hoort bij onze gekozen investeringsstijl. Er zullen tijden zijn dat zelfs bedrijven die operationeel geweldig presteren, dat op korte termijn niet in koersappreciatie vertaald zien. Ervaring leert dat dat op middellange termijn steeds weer goed komt. De portefeuille noteert momenteel tegen 18 keer de verwachte winst van volgend jaar. Dat is enkel ten tijde van de financiële crisis van 2008 lager geweest.

Eind september hadden wij een afscheidsgesprek met de vertrekkende bestuursvoorzitter van het Zweedse **Biogaia**, Isabelle Ducellier. Zij heeft na vijf jaar CEO te zijn geweest, per 1 oktober het stokje overgedragen aan haar opvolgster, Theresa Agnew.

Isabelle begon in 2018 bij het bedrijf met een duidelijke missie: de verkoop moest niet enkel meer via de tussenhandel, zoals apotheken en drogisterijen, lopen maar moest ook direct aan de eindconsument worden opgezet.

Bovendien moest de nieuwe en sterk verbeterde versie van de zo succesvolle L-Reuteri bacterie, klinisch worden getest en klaar zijn in 2025, twee jaar voordat het huidige patent in 2027 afloopt.

Biogaia is al ruim 30 jaar actief op het gebied van probiotica. Het richt zich daarbij op het aanvullen van de mond- en darmflora met goede bacteriën, die in onze darmen onder meer helpen bij het verteren van voedsel en het laten vrijkomen van veel nuttige stoffen. Wetenschappers hebben in meer dan 250 verschillende klinische onderzoeken, op geaggregeerd 21.000 individuen bevonden hoe effectief Biogaia's bacteriële stammen zijn. Enkele van deze studies zijn gepubliceerd in gerenommeerde bladen als de Journal of Pediatrics. Het bedrijf heeft daardoor een stevige feitelijke onderbouwing voor de claims dat het bijvoorbeeld koliek (pijnlijke darmkrampen) bij baby's tegengaat (Protectis), het tandvleesontsteking en cariës in ons gebit voorkomt (Prodentis) en botontkalking helpt tegengaan (Osfortis).

Al die klinische resultaten werden ingezet om (kinder)artsen, kraamvrouwen, apothekers en tandartsen te overtuigen van de voordelen voor hun patiënten. De verkoop verliep voorheen voornamelijk via apotheken en drogisterijen. In 2020 begon Biogaia echter ook een eigen verkoopkanaal. In vijf landen werd een eigen verkoop gestart, direct aan de eindklant. Er werd flink geïnvesteerd in social media, influencers en merkbekendheid. De resultaten zijn indrukwekkend. Via hun eigen websites, maar ook met Amazon, Target, en Tmall, is het gelukt om in korte tijd 24% van de verkopen via de eigen distributie te realiseren. Tegelijk is de verkoop via de traditionele afzetmarkten ook sterker geworden en is er nagenoeg geen kannibalisatie geweest.

Op dit moment lopen er klinische testen met een duidelijk betere variant van de meest gebruikte probiotica-bacterie van Biogaia. Het lijkt er op dat de productie hiervan geheel in eigen hand gaat worden genomen, gezien de huidige grote uitbouw van de productielocatie in Eslöv in Zweden. Alles lijkt op schema en binnen het tijdsplan te verlopen om in 2025 de verkoop te kunnen starten.

In 2022 behaalde Biogaia voor het eerst een omzet van meer dan 1 miljard Zweedse kronen ('SEK') (circa 95 miljoen euro), een toename van 40% ten opzichte van 2021.

Onder de streep, na belasting, bleef er 374 miljoen SEK over. Een nettowinstmarge van ruim 33%. De kapitaalbehoefte om de groei te financieren is zeer beperkt, waardoor jaarlijks een groot deel (80%) van de nettowinst kan worden uitgekeerd via het dividend.

Biogaia heeft bovendien een indrukwekkende 1,5 miljard SEK aan liquide middelen op de balans staan en geen schulden. De halfjaarcijfers van 2023 geven reden tot verder optimisme: de omzet nam opnieuw toe (+19%, mede geholpen door de zwakke kroon), net als de winst (+27%). Het is nu aan de nieuwe CEO, Theresa Agnew, die veel ervaring meebrengt van GlaxoSmithKline, om Biogaia op dit geweldige groeipad te houden.

Eind september bezochten wij nabij Grenoble onze deelneming **Soitec**. Soitec had de dag ervoor, in aanwezigheid van onder anderen eurocommissaris Thierry Breton, een nieuwe fabriek voor speciale siliciumcarbide (SiC) wafers officieel geopend. Chips gemaakt op SiC zijn essentieel voor de aandrijving van elektrische auto's omdat het materiaal veel betere geleidingseigenschappen heeft dan standaard Silicium. Dit kan tot wel bijna 10% schelen waardoor de 'range' die een elektrische auto kan afleggen, aanmerkelijk stijgt.

Soitec heeft een unieke gemodificeerde variant van SiC op de markt gebracht, genaamd SmartSiC. Het voordeel van SmartSiC ten opzichte van ongemodificeerde SiC is zo een 15% efficiëntiewinst tegen lagere kosten. Chipfabrikant en marktleider ST Microelectronics heeft al aangekondigd op de technologie van Soitec over te stappen. In totaal 30 partijen zijn nu in gesprek met het bedrijf over een eventuele adoptie. Er zal volgens het bedrijf op zeer korte termijn in ieder geval een tweede grote klant worden aangekondigd.

De nieuwe SmartSiC-fabriek is in een recordtijd van achttien maanden opgeleverd, exact vier jaar na de beslissing van Soitec het materiaal te ontwikkelen. Een opvallend korte periode in vergelijking met het eerste echte succesvolle product van Soitec, genaamd RF-Sol, wat vijftien jaar nodig had om geadopteerd te worden. SmartSiC is nu het derde nieuwe materiaal dat in de afgelopen jaren succesvol geïntroduceerd is na FD-Sol en Pol (*Piezoelectric-on-insulator*). Als investeerder is dit prettig omdat het bedrijf nu veel meer gediversifieerd is.

Dat de benodigde tijd voor productintroducties korter is geworden heeft verschillende oorzaken. Enerzijds is, anders dan voorheen, Soitec nu een gevestigde naam met bewezen technologie. Hierdoor zijn klanten eerder bereid de honderden miljoenen aan investeringen te doen die benodigd zijn om op de technologie van Soitec over te stappen. Anderzijds zijn de incrementele voordelen van doorlopende miniaturisatie die de chipindustrie de afgelopen vijftig jaar heeft gekend, steeds minder. Hierdoor zijn spelers bereid naar alternatieve materialen te kijken in plaats van standaard Silicium.

Toch is 2023 een jaar waarin de omzet en winstontwikkeling achterblijft bij wat men de afgelopen jaren bij Soitec zag. Dat komt met name door een zwakke smartphonemarkt. De door Soitec geleverde technologie wordt breed toegepast in mobiele telefoons en het segment vertegenwoordigt meer dan 60% van haar omzet. Deze markt is al enkele jaren op rij aan het dalen doordat consumenten langer met hun smartphone doen. Daarnaast hebben de klanten van Soitec door de *'supply chain crisis'* en lage rentes de afgelopen twee jaar veel hogere voorraden aangehouden dan normaal. Deze worden nu in rap tempo afgebouwd, met een sterk afgenomen vraag bij Soitec als gevolg.

Soitec kan deze dalende volumes enigszins opvangen doordat de nieuwe smartphone-modellen die wél op de markt komen, per toestel meer chips van Soitec gebruiken. Dit komt allereerst door de verdere penetratie van 5G technologie in nieuwe modellen, welke meer hoogwaardige RF-Sol nodig heeft. Een andere bijdrage komt van de introductie van Wifi-6 chips en de adoptie van het eerdergenoemde nieuwe Soitec product Pol om radiofrequenties preciezer te filteren.

Soitec's overige afzetmarkten tonen gelukkig wel een sterke groei, resulterend in een stabiele omzet en marge in 2023. De groei gaat vanaf nu echter sterk aantrekken. Voor 2025 denkt het bedrijf te kunnen uitkomen op een omzet van 2 miljard euro, bijna een verdubbeling ten opzichte van 2023. De winstgevendheid zou zich hierbij ook positief ontwikkelen, zo verwacht men. Op basis van de huidige waardering van het bedrijf zouden wij ook met slechts een gedeeltelijke realisatie van die groeiverwachtingen al tevreden zijn.



## Vooruitzichten

‘Een dubbeltje op zijn kant’, zo kun je de economische situatie in de wereld beschrijven. Of we zakken een recessie in, of we komen er met een flinke vertraging in de economische groei nog goed vanaf. De hoge inflatie begint af te zwakken, maar de vergelijkingsbasis met de piek van vorig jaar maakt dat ook mogelijk. Feit is dat die inflatie nog lager moet, of de rente moet nóg een tikje omhoog. De rente is na aftrek van inflatie (‘reële rente’) nog steeds negatief en dat is uiterst onwenselijk.

Die oplopende rente maakt het leven voor veel ondernemingen een stuk lastiger. Lenen bij de bank kost opeens handen vol geld, overnames zijn duur, voorraden kosten geld. Een aflopende lening herfinancieren levert veel hogere rentelasten op. We zien daarvan nu de eerste negatieve effecten op de winstgevendheid verschijnen, vooral in sectoren die met veel leningen worden gefinancierd.

Sinds jaar en dag selecteren we bij Juno bedrijven voor u die niet enkel duurzame winstgroei kunnen tonen, maar dat liefst doen met eigen geld, zonder schulden. De jarenlange lage, of zelfs negatieve, rente maakte dat concurrenten met gebruik van schulden zich alles leken te kunnen veroorloven. In een recordtijd is die situatie nu geheel anders. De cash op de balansen van onze bedrijven levert niet alleen weer rente op, maar kan vooral effectief worden ingezet voor ambitieuze groeiplannen en overnames. De winstgroei bedraagt naar verwachting ook dit jaar weer 10-15%. Wij geloven daarom dat de huidige waardering, gecombineerd met de verwachte goede winstgroei, lage schuldgraad en lage afhankelijkheid van de economie, de Juno Continuation Fund portefeuille momenteel zeer aantrekkelijk maakt.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyll



Bobby Bader

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

|  | Juno Selection Fund | MSCI Europe Small Cap | AEX Index (incl. dividend) | BarCap PanEuro Index |
|--|---------------------|-----------------------|----------------------------|----------------------|
| 2008 *   | - 33%               | - 47%                 | - 47%                      | + 1%                 |
| 2009   | + 70%               | + 60%                 | + 42%                      | + 8%                 |
| 2010   | + 12%               | + 30%                 | + 9%                       | + 4%                 |
| 2011   | + 3%                | - 18%                 | - 9%                       | + 6%                 |
| 2012   | + 19%               | + 27%                 | + 13%                      | + 11%                |
| 2013   | + 22%               | + 33%                 | + 20%                      | + 1%                 |
| 2014   | + 19%               | + 7%                  | + 8%                       | + 11%                |
| 2015   | + 33%               | + 24%                 | + 7%                       | + 3%                 |
| 2016   | + 2%                | + 3%                  | + 13%                      | + 2%                 |
| 2017   | + 6%                | + 19%                 | + 16%                      | - 0%                 |
| 2018   | - 5%                | - 16%                 | - 8%                       | + 0%                 |
| 2019   | + 34%               | + 31%                 | + 28%                      | + 7%                 |
| 2020   | + 21%               | + 5%                  | + 5%                       | + 4%                 |
| 2021   | + 9%                | + 24%                 | + 30%                      | - 2%                 |
| 2022   | - 19%               | - 23%                 | - 12%                      | - 19%                |
| 1 <sup>e</sup> kwartaal 2023                             | + 7%                | + 6%                  | + 10%                      | + 2%                 |
| 2 <sup>e</sup> kwartaal 2023                             | + 2%                | - 0%                  | + 3%                       | - 0%                 |
| 3 <sup>e</sup> kwartaal 2023                             | - 9%                | - 3%                  | - 5%                       | - 1%                 |
| 2023   | - 0%                | + 3%                  | + 8%                       | + 1%                 |
| <b>Sinds start *</b>                                     | <b>+337%</b>        | <b>+178%</b>          | <b>+138%</b>               | <b>+ 38%</b>         |
| *) fondsbegin: 11 januari 2008<br>jaarlijks samengesteld | <b>+ 9,8%</b>       | <b>+ 6,7%</b>         | <b>+ 5,7%</b>              | <b>+ 2,1%</b>        |

### Top 5 Aandelenposities

| NAAM                | LAND        |
|---------------------|-------------|
| Paradox Interactive | Zweden      |
| Melexis             | België      |
| Soitec              | Frankrijk   |
| Technogym           | Italië      |
| 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 derde kwartaal 2023.

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

Dit rapport is in oktober 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)

