



Juno

CONTINUATION FUND

Verslag over het tweede kwartaal 2022

Verslag over het tweede kwartaal 2022

Rendement Juno Continuation Fund

Het Juno Continuation Fund sloot het kwartaal af met een netto vermogenswaarde per participatie van € **88,43**, een daling van -23,8% ten opzichte van het begin van het jaar. Daarmee presteerde het fonds minder goed dan de MSCI Europe Mid Cap Index, die in het kwartaal -13,2% daalde. Over het eerste halfjaar van 2022 was het rendement -23,8% terwijl de MSCI Europe Mid Cap Index over diezelfde periode een performance van -21,5% liet zien.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Teneinde economieën en markten te ondersteunen hebben centrale banken gedurende vele jaren de geldkraan opengedraaid en die liquiditeit vond zijn weg met name naar financiële markten waar, in rap tempo, tegen steeds hogere waarderingen, steeds hogere recordstanden werden bereikt. Bij het uitbreken van de pandemie hebben die centrale banken nog een extra dosis stimuleringsmaatregelen doorgevoerd, die nu ook de consument rechtstreeks bereikten. De resulterende hoge inflatie is centrale banken echter een doorn in het oog en dat leidde tot een radicale koerswijziging in 2022. Stimuleringsprogramma's worden afgebouwd en rentes lopen sterk op. De tijd van 'gratis geld' lijkt voorbij. Daarbij kwam de oorlog in Oekraïne en een dalend consumentenvertrouwen. Beleggers zijn nerveus en verkopen rücksichtslos, waarbij ook fundamenteel gezonde bedrijven flinke koersdalingen lieten zien. De energiesector kan zich wél aan de malaise onttrekken; als gevolg van de sterk gestegen olie- en energieprijzen stijgen hun bedrijfswinsten.

Maar er zijn zeker meer sectoren en bedrijven te vinden waar, ondanks de economische tegenwind, sprake is van verder stijgende omzetten en bedrijfswinsten.

Zo liet **Teleperformance**, nog steeds de grootste positie in het fonds, over het eerste kwartaal een 7% autonome omzetgroei zien ondanks dat het eerste kwartaal van 2021 veel incidentele covid-gerelateerde omzet kende. Ook herhaalde de onderneming haar eerder afgegeven doelstellingen voor het jaar. **Scout24**, eigenaar van websites en platforms voor de Duitse onroerendgoedmarkt, rapporteerde een omzetgroei van maar liefst 15% in het eerste kwartaal, met sterke groeicijfers in alle segmenten maar met name in de particuliere markt waar nieuw geïntroduceerde producten erg succesvol bleken.

Het recent weer aangekochte **Straumann** kwam met zeer sterke cijfers: de 27% autonome omzetgroei in het eerste kwartaal profiteerde weliswaar van een zwakke vergelijkingsbasis als gevolg van de lockdowns in het eerste kwartaal van 2021 maar was toch een stuk hoger dan verwacht. De autonome groei bedroeg 11% bij **Carl Zeiss Meditec** maar de orderinname groeide met maar liefst 37%.

Het Zweedse **Elekta**, leverancier van bestralingsapparatuur voor radiologie, stelde daarentegen een beetje teleur. De omzetontwikkeling was conform verwachtingen maar het bedrijf had te maken met sterk opgelopen logistieke kosten die nog niet meteen aan de klant konden worden doorberekend. We verwachten vanaf medio 2022 een verbetering van de gang van zaken naarmate de logistieke keten normaliseert en/of de hogere verkoopprijzen zichtbaar worden.

Eveneens solide groeicijfers werden gerapporteerd door **Rational**. Desondanks stond het aandeel de afgelopen maanden bovengemiddeld onder druk, hetgeen een instapmoment voor het fonds betekende.

Het Duitse Rational is wereldmarktleider in combi-stoomovens voor professionele keukens en wordt beschouwd als de 'gouden standaard' bij professionele koks en keukenpersoneel. De onderneming werd in 1973 opgericht door Siegfried Meister.

De familie Meister heeft nog steeds een stabiel meerderheidsaandeel van 53% in handen van de onderneming, dat sinds 2000 is genoteerd aan de Duitse beurs. Rational heeft sinds haar oprichting meer dan 1 miljoen combi-stoomovens verkocht en is actief in meer dan 120 landen. De jaaromzet bedraagt dit jaar naar verwachting circa 900 miljoen euro en de operationele winstmarge bevindt zich ruim boven de 20%.

In eerste instantie hield de onderneming zich bezig met het produceren en verkopen van convectieovens tot de uitvinding van de combi-stoomoven in 1976 door Rational. Dit destijds geheel nieuwe ovenconcept combineert een stomer (met vochtige warmte) en een convectie bakoven (met droge warmte en een relatief snel resultaat). Daarmee kan 50% van keukenapparatuur worden vervangen met een enkele Rational unit en schaarse ruimte in de keuken worden bespaard.

In 2004 creëerde Rational nogmaals een geheel nieuwe markt door de combi-stoomoven te voorzien van software en ingebouwde intelligentie met de introductie van het *SelfCookingCenter*. Met behulp van sensoren meet de oven de grootte, hoeveelheid en de toestand van het voedsel. Daarmee worden kookparameters automatisch aangestuurd, zoals temperatuur, luchtsnelheid en kooktijd, en dus zonder noodzaak van handmatige interventie of supervisie om tot het gewenste resultaat te komen. Daarbij profiteert de oven van een grootschalige en groeiende database aan voorgaprogrammeerde gerechten waarmee de oven het keukenpersoneel werk uit handen neemt. Restaurants besparen zich daarmee duur en -in toenemende mate schaars- personeel met tegelijkertijd consistente en hoogwaardige maaltijden. Een Rational oven kent een terugverdientijd tot minder dan een half jaar dankzij de besparingen op personeel en omdat het vaak oudere, veel minder energie-efficiënte ovens vervangt.

Binnen het wereldwijde combi–stoomovens segment heeft Rational een dominant marktaandeel van ruim 40% in een verder gefragmenteerde markt. Echter gebruikt circa driekwart van de professionele keukens nu nog uitsluitend traditionele keukenapparatuur. Daardoor valt er naast expansie van de markt alleen al voldoende te groei te behalen door penetratie van de Rational keukentechnologie.

Ook valt er geografisch nog winst te pakken. Waar de onderneming met name in Europa goed is vertegenwoordigd (48% van de omzet in 2021), is de groei de komende jaren met name te verwachten uit de VS en Zuidoost Azië.

Naast de combi–stoomovens kent Rational een tweede poot van groei via *iVario*, een multifunctioneel kookstelsel gericht op vloeibare kookprocessen of contactwarmte. Daarmee kunnen conventionele keukenapparatuur als de snelkookpan, friteuse en waterkoker worden vervangen met een enkel apparaat dat bovendien sneller is, minder energie verbruikt en net zoals de *iCombi* profiteert van ingebouwde kookintelligentie en daardoor zonder supervisie kan koken zonder risico op overkoken of verbranding van maaltijden. Tot op heden maakt *iVario* slechts 10% uit van de omzet van de groep, maar groeit sneller dan de combi–stoomovens en kent vooralsnog een zeer laag marktaandeel. Gezamenlijk kunnen *iCombi* en *iVario* een overgroot deel van de kookprocessen in een professionele keuken uitvoeren.

De afgelopen twee en een half jaar zijn een uitzonderlijke periode geweest voor Rational daar de eindklant van de onderneming–niet alleen restaurants, maar ook catering en retailconcepten–het zwaar te verduren hebben gehad. Dat was ook te merken in de omzet van het bedrijf die in 2020 met 23% terugliep. Ondertussen is de situatie sterk veranderd en heeft de onderneming profijt van de heropening van de economie. De omzet inmiddels hersteld tot boven het niveau van pre–pandemiejaar 2019.

Ook heeft de onderneming een orderboek opgebouwd van bijna een halfjaar in plaats van de gewoonlijke maand. Dat vloeit voort uit een combinatie van de sterk opgelopen vraag naar het product, maar ook van vertraagde uitleveringen van specifieke elektrische componenten.

Na een sterk begin van het jaar (omzetgroei van 34% in het eerste kwartaal), in combinatie met de stabiele omzet uit onderhoud en reserveonderdelen (29% van de omzet in 2021) en het sterke orderboek, is er dit jaar ondanks macro-economische onzekerheden relatief veel korte-termijn zichtbaarheid.

Bovendien heeft de onderneming succesvol de prijsstijgingen waar zij zelf mee wordt geconfronteerd kunnen doorberekenen aan de eindklant en daarmee lijkt de (operationele) margedoelstelling van 'meer dan 21%' dit jaar haalbaar. Dat vergelijkt met een middellangetermijn margedoelstelling van circa 25%. Het historische niveau van 26% uit 2019 lijkt ons, in combinatie met dubbelcijferige omzetgroei, de komende jaren haalbaar.

Rational wordt al jarenlang op de voet gevolgd door analisten van ons Juno Selection-zusterfonds, maar uitsluitend door de altijd forse waardering heeft men nooit de kans gehad te investeren op een aantrekkelijk instapmoment. De onderneming kent inmiddels een beurswaarde van ruim 6 miljard euro. en is daarmee in het domein van het Juno Continuation Fund beland. Doordat de koers in 2022 met 40% corrigeerde hebben wij de kans gekregen tegen een aantrekkelijke waardering een positie van 3,5% in de portefeuille op te bouwen en daarmee is Juno, na jarenlange interesse, mede-eigenaar van dit Duitse kwaliteitsbedrijf geworden.

Vooruitzichten

Financiële markten zijn erg negatief gestemd als gevolg van hoge inflatie en de angst voor een economische recessie. De oorlog in Oekraïne heeft de reeds aanwezige inflatoire trend versterkt. Hoge inflatie heeft ingrijpende gevolgen voor consumenten (koopkrachtverlies) en bedrijven (stijgende kosten). Ook loopt de rente sterk op, hetgeen leidt tot hogere financieringskosten.

Hoe de inflatie zich verder ontwikkelt is onduidelijk. Er zijn weliswaar een paar heldere langetermijntrends zoals deglobalisering en verduurzaming te benoemen, en aanvoerketens lijken iets te ontspannen, maar de uiteindelijke impact op inflatie- en renteniveaus is slecht te voorspellen. Ook de ernst en de duur van een eventuele recessie zijn notoir lastig in te schatten.

Wij richten onze aandacht liever op zaken die beter voorspelbaar zijn, namelijk de ontwikkelingen van 'onze' ondernemingen. We investeren immers in ondernemingen die zich zo onafhankelijk mogelijk van de algemene economische omstandigheden ontwikkelen. Bedrijven die een product of dienst aanbieden waar een stabiel groeiende vraag naar bestaat en waarbij kostenstijgingen aan de klant kunnen worden doorberekend. Deze bedrijven zijn weliswaar aan een beurs genoteerd, maar ons uitgangspunt is nooit "de beurs" maar altijd de onderneming. We zijn ervan overtuigd dat de fundamentele ontwikkeling van een bedrijf op termijn een veel belangrijkere impact op de waarde heeft dan de schommelingen in beleggerssentiment doen suggereren.

De bedrijfsbezoeken van de afgelopen tijd bevestigen de aanhoudend positieve ontwikkelingen bij de geselecteerde ondernemingen. Tegenwoordig zijn deze kwaliteitsbedrijven een heel stuk aantrekkelijker geprijsd dan 6 of 12 maanden geleden. We hebben dan ook een groot gedeelte van onze cashpositie gebruikt om posities aan te kopen of uit te bouwen en verwachten de komende jaren een tevredenstellend resultaat.

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%
2021	+ 5%	+ 22%	+ 30%	- 2%
1 ^e kwartaal 2022	- 15%	- 10%	- 9%	- 6%
2 ^e kwartaal 2022	- 10%	- 13%	- 8%	- 7%
2022	- 24%	- 22%	- 16%	- 13%
Sinds start *	- 12%	0%	+ 17%	- 14%
Jaarlijks samengesteld	- 5,0%	+ 0,0%	+ 6,9%	- 6,0%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
ICON	Ierland
Logitech	Zwitserland
Soitec	Frankrijk
Elekta	Verenigd Koninkrijk

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 2022.

vormgeving binnenwerk René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2022 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