



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het vierde kwartaal

## Verslag over het vierde kwartaal 2017

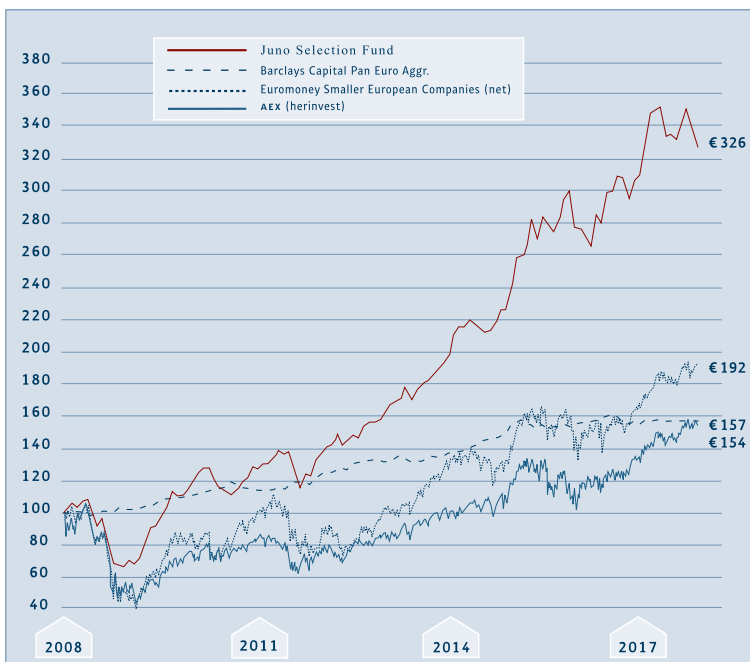


## Verslag over het vierde kwartaal 2017

### Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 325,97** per participatie. Hoewel de koers gedurende het laatste kwartaal met 4,0% afnam, toonde het gehele jaar 2017 een positief rendement van 6,4%.

De hoge mate van concentratie in de portefeuille kan bij sterke koersreacties in één van onze posities leiden tot verhoogde volatiliteit. Zo wogen de geruchten bij Dialog op ons rendement gedurende het jaar, dat juist zo sterk was begonnen. Mede hierdoor stak ons rendement toch nog schril af bij de sterke rendementen in de markt: de Euromoney Smaller Companies Index (net) steeg met 17,2% en de Nederlandse AEX index (inclusief dividend) met 16,1% gedurende het jaar.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Sinds februari 2015 zijn we geïnvesteerd in het Zweedse **Biogaia**. De afgelopen twee jaar heeft het bedrijf een belangrijke organisatorische transformatie doorgemaakt. Bij deze producent van klinisch bewezen probioticadruppels ter bestrijding van koliek bij babies, lag voorheen de nadruk vooral op wetenschappelijk onderzoek en de daaruit vloeiende ontwikkeling van nieuwe producten. De basis bleef steeds de gepatenteerde probioticastam *Lactobacillus Reuteri*. De marketing van het product wordt overgelaten aan onafhankelijke medisch professionals. Ook de verkoop loopt extern, via regionale distributeurs die in de loop der jaren autonoom –maar met wisselend succes– de producten van Biogaia hebben gelanceerd.

Een nadeel hiervan bleek dat het bedrijf zich meermaals liet verrassen door onverwachte grote bestellingen of juist het uitblijven hiervan. Biogaia liet de afgelopen jaren naar onze mening ook groeikansen liggen doordat het onvoldoende had ingezet op organisatorische middelen om nieuwe distributiepartners te vinden, waardoor haar producten in sommige, in potentie grote markten zoals Nederland, vandaag de dag nog altijd niet beschikbaar zijn.

Er moest dus worden geïnvesteerd in de organisatie die de vele regionale distributiepartners directer en beter kon gaan ondersteunen. Oprichter Peter Rothschild zag zijn talent vooral in het onderzoek liggen en deed daarom begin 2016 een stapje terug. De nieuwe CEO Axel Sjöblad, werd van het grotere Zweedse bedrijf Getinge aangetrokken. Daar was de voormalig Olympisch handballer voor Zweden het hoofd van verschillende sales en marketing afdelingen. Aan Sjöblad de uitdaging om de organisatie verder te professionaliseren en tegelijkertijd ook de cultuur van ondernemerschap te bewaren.

Afgelopen september hebben wij Sjöblad in Stockholm gesproken om polshoogte te nemen van de voortgang van de transformatie. Biogaia heeft sinds zijn aantreden op verschillende vlakken goede progressie geboekt.

Zo zijn bijvoorbeeld ter ondersteuning van distributeurs lokale kantoren in Miami en Singapore geopend. Biogaia draagt tegenwoordig direct bij aan marketingbudgetten en promotiemateriaal bij lokale productlanceringen. De kennis die men opdoet bij succesvolle productlanceringen wordt beter gedocumenteerd en met andere distributeurs gedeeld. Ook zijn nieuwe distributiepartners gevonden in India, Japan, Hong Kong en Vietnam.

Tegelijk blijft Biogaia aan de onderzoekskant successen boeken. Zo werd een Amerikaans onderzoek publiceerd waaruit blijkt dat de probioticastam van Biogaia succesvol kan worden ingezet tegen antibiotica-resistente bacteriën, ook wel bekend als 'super bugs'. De ontwikkeling van medicijnen op basis van dit soort onderzoeken, wordt bij de dochteronderneming Biogaia Pharma ondergebracht.

Met een omzetgroei van 11% na negen maanden en een winststijging van 18%, zien we dat de initiatieven de eerste vruchten afwerpen. De hogere structurele kosten voor marketing en salessupport worden door de hogere omzet goed opgevangen. Op basis van ons gesprek met Sjöblad verwachten wij in 2018 en de jaren erna nog een duidelijke positieve ontwikkeling te blijven zien.

We schreven voor het laatst over onze deelneming in de Duitse machinebouwer **Stratec**, in ons eerste kwartaalverslag uit 2016. Dit familiebedrijf bouwt machines voor de analyse van bloed en weefsel voor opdrachtgevers uit de sector van de medische diagnostiek zoals Siemens, Diasorin en Biomerieux. Deze partijen ontwikkelen verschillende medische testen die kunnen worden uitgevoerd op deze machines in ziekenhuislaboratoria en bloedbanken.

De klanten van Stratec specialiseren zich steeds meer in het ontwikkelen van diverse testen voor een breed scala aan ziektes en aandoeningen. Het bouwen van de machine waarop die testen dan worden uitgevoerd, zien ze niet als kerncompetentie en besteden dit steeds meer uit. Een ontwikkeling die Stratec geen windeieren legt. Bovendien werkt Stratec met zogenaamde 'minimum volume' contracten, wat een bepaalde veiligheidsmarge geeft.

Stratec produceert al voor nagenoeg alle bedrijven die actief zijn in de medische diagnostiek. Haar marktaandeel kan vooral verder toenemen doordat het zich nieuwe technologieën voor andere soorten diagnoses eigen maakt. CEO Markus Wolfinger wil daarnaast ook meer inzetten op een groter deel 'consumables': verbruiksgoederen waarvan het laboratorium steeds bijbestelt. Dit geeft Stratec een voorspelbaardere groei en een betere marge.

Voor wat betreft nieuwe werkgebieden, kon Stratec in maart 2016 een goede stap zetten met de acquisitie van Diatron uit Hongarije. Het bedrijf levert hematologie-systemen om witte en rode bloedcellen te meten. Deze acquisitie is inmiddels geheel geïntegreerd en lijkt geslaagd. Afgelopen november zijn twee nieuwe systemen gelanceerd die goed door de industrie zijn ontvangen.

In lijn met de ingezette strategie kocht Stratec in juni 2016 Sony DADC Biosciences in Salzburg. Dit bedrijf heeft zich gespecialiseerd in het produceren van hoogwaardige kunststof cartridges voor het gebruik in diagnostische testen. Op basis van de specifieke productiekennis van polymeren heeft Sony diverse toepassingen voor de medische sector ontwikkeld. Het grote voordeel van het gebruik van deze cartridges is dat het voor de eindklant goedkoper en betrouwbaarder is. Bovendien is productie in kleine eenheden ook goed mogelijk waardoor ze geschikt zijn voor machines met een lage doorloopsnelheid. Na ieder gebruik is een nieuwe cartridge nodig, hetgeen past binnen Stratec's strategie en waar ze betaald krijgt per gedane test (de ontwikkelaar van de test blijft ook gewoon verdienen aan de reagenten die in de test worden gebruikt).

Voor de komende jaren denken we dat Stratec sterk zal kunnen profiteren van het grote aantal nieuwe machines dat in de afgelopen twee jaar is gelanceerd voor haar partners. De acceptatie in de markt voor de nieuwe efficiëntere testen en snellere analyses door de nieuwe machines kost altijd wat tijd. Na een bemoedigend 2017, verwachten we voor 2018 een duidelijke versnelling in de organische omzetgroei met een kleine verdere toename in de marge. Voor de langere termijn houden we vast aan een onderliggende winstgroei van 15%.

Begin december berichtten wij u over de geruchten die een sterk negatieve koersontwikkeling van onze deelneming in **Dialog** teweegbrachten. Dialog ontwerpt voor nagenoeg alle Apple producten maatgemaakte power management chips (PMICs). Apple werkt al tien jaar exclusief met de ongeveer 900 ingenieurs van Dialog en Apple vertegenwoordigt rond de 75% van de jaarlijkse omzet van Dialog. Geruchten dat Apple haar eigen PMIC expertise zou willen opbouwen en de goede relatie met Dialog zou willen beëindigen, brachten een koersdaling van 35% teweeg. De beurskoers kwam daarmee op een niveau waar de waardering een volledig verlies van alle Apple contracten binnen 1 jaar reflecteerde, een scenario dat ons nog altijd hoogst onwaarschijnlijk lijkt.

Het eigen PMIC ontwerpteam dat Apple heeft gevormd komt namelijk qua grootte (50 ingenieurs) en timing meer overeen met het ontwikkelingstraject van een nieuw product in de augmented reality (AR) hoek. We weten dat de ontwikkeling van de Apple AR bril in 2015 is begonnen en naar verwachting in 2019 op de markt komt. Apple's recente acquisities, patentaanvragen en openbare 'Health & Safety'-rapporten op dit gebied, ondersteunen deze hypothese volledig.

Apple is in een verhitte race met andere techgiganten Facebook (Oculus), Microsoft (Hololens) en Google (ARcore) om het eerste succesvolle AR massaproduct op de markt te brengen. CEO Tim Cook staat onder druk om met nieuwe productcategorieën te komen. In diverse interviews voorspelt hij dat AR een even groot commercieel succes zal gaan worden als de iPhone. Het langere ontwikkeltraject, de noodzaak tot prototyping, de onzekerheid over de commerciële vatbaarheid en het zeer zwaar wegende belang van geheimhouding, heeft Apple waarschijnlijk tot de beslissing doen komen om voor deze productontwikkeling het PMIC ontwerp te internaliseren en trok daartoe ook gedurende twee jaar ongeveer twintig Dialog medewerkers aan.

Gezien de waardering en het vertrouwen in een continuering van de relatie tussen Dialog en Apple, heeft Juno, overigens net als CEO Jalal Bagherli, haar aandelenpositie Dialog recent uitgebreid.



## Vooruitzichten

Het kan haast niet anders, of renteniveaus moeten iets gaan oplopen. De aanhoudende 0,5% kapitaalmarktrente op Europese Staatsobligaties en lage vergoedingen op bedrijfsobligaties, zouden toch ten minste een inflatieniveau van rond de 1% moeten kunnen goedmaken. Echter, de artificiële vraag (centrale banken) naar staatsobligaties houdt rentes laag. Mede hierdoor zien we een sterk oplopend aanbod van bedrijfsobligaties, waarbij bedrijven relatief zeer gunstig kunnen lenen gezien de risico's die ze namens de investeerders nemen. De obligatiemarkt biedt in onze ogen het grootste toekomstige risico, terwijl aandelenmarkten, ook bij hogere renteniveaus, relatief aantrekkelijk geprijsd zijn.

De koersontwikkelingen op de Europese beurzen waren uitgelaten. Eerste indicaties tonen aan dat voor het eerst in vele jaren, de Europese bedrijfswinsten over 2017 een gezonde groei kunnen gaan tonen, ondanks de negatieve invloed van de lagere us Dollar. Hierdoor liepen de waarderingen voor aandelen niet significant op.

In 2017 liep bij Juno niet alles zoals we hadden verwacht. Toch geldt ook hier dat we het hoofd koel moeten houden en feiten van geruchten moeten onderscheiden. De feiten tonen onder meer dat de bedrijven in de Juno portefeuille bijna allen een gezonde winstgroei konden realiseren afgelopen jaar. Lang niet alle bedrijven hebben cijfers gerapporteerd, maar onze beste schattingen tonen een geaggregeerde winstgroei van rond de 12% in 2017. Beurskoersen zijn vaak een speelbal van sentimenten en geruchten, maar op termijn reflecteren ze de capaciteit om winst te genereren voor de eigenaren van het bedrijf. Zolang die winstgroei aanhoudt, blijven wij met vertrouwen uitkijken naar de goede rendementen die we op termijn voor u kunnen blijven behalen.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	Euromoney 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%	+ 13%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2017	+ 13%	+ 7%	+ 7%	- 1%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2017	- 4%	+ 4%	0%	0%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2017	+ 2%	+ 4%	+ 7%	+ 1%
4 <sup>e</sup> kwartaal 2017	- 4%	+ 2%	+ 2%	0%
	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	0%
	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
<b>Sinds start *</b>	<b>+226%</b>	<b>+ 92%</b>	<b>+ 54%</b>	<b>+ 55%</b>

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Sartorius	Duitsland
Grenke	Duitsland
Brembo	Italië
Dialog Semi	Verenigd Koninkrijk



Verslag over het vierde kwartaal 2017.

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

Dit rapport is in januari 2018 uitgegeven  
door Juno Investment Partners,  
beheerder van het Juno Selection Fund.

Villa Maarheeze  
Rijksstraatweg 675,  
2245 CB, Wassenaar, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247  
[www.juno-invest.com](http://www.juno-invest.com)

