



JUNO
Continuation Fund

Verslag over het tweede kwartaal

Verslag over het tweede kwartaal 2021

Verslag over het tweede kwartaal 2021

Rendement Juno Continuation Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van € **116,55** per participatie, een stijging van 2,8%. Over het eerste halfjaar van 2021 heeft het fonds een rendement behaald van +5,8%. De index van Europese middelgrote bedrijven, de MSCI Mid Cap Index, steeg in het tweede kwartaal met +6,7%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg het afgelopen kwartaal ook, en wel met +5,1%. Voor het jaar 2021 staan de rendementen van de indices na de eerste zes maanden op respectievelijk +14,3% en +18,0%

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

De eerste helft van 2021 stond in het teken van het weer open gaan van samenlevingen en economieën. De mate en het ritme van de heropening verschillen per regio maar gaan vergezeld van enthousiasme van zowel consumenten, ondernemingen en beleggers.

Hoewel ze in het algemeen een succesvol 2020 kenden, is de heropening ook bij de bedrijven in de portefeuille merkbaar. Zo hebben de bedrijven in de medische sectoren in 2020 vaak last gehad van het feit dat ziekenhuizen en klinieken gedurende de pandemie niet toegankelijk waren, of dat niet-Covid gerelateerde afdelingen op een heel laag pitje functioneerden. **Elekta**, **Icon** en **BioMérieux** kregen met dit soort omstandigheden te maken. In het geval van Icon en BioMérieux was er verleden jaar trouwens ook sprake van extra omzet als gevolg van de pandemie; zo kreeg Icon meerdere contracten om de veiligheid en effectiviteit van potentiële Covid-gerelateerde vaccins (waaronder Pfizer) en geneesmiddelen te onderzoeken en werden BioMérieux' producten veelvuldig ingezet om Covid-gerelateerde testen te doen. Inmiddels zien we in 2021 dat de gang van zaken bij deze ondernemingen normaliseert.

De onderhoudswerkzaamheden door softwareleveranciers **SimCorp** en **Temenos** liepen weliswaar goed door sinds het uitbreken van de pandemie, maar deze bedrijven hadden in die periode wel meer moeite om nieuwe contracten af te sluiten. Het aangaan van een relatie met een nieuwe softwareleverancier heeft immers ingrijpende en langdurige gevolgen voor een organisatie en daarom waren klanten huiverig tijdens de pandemie die beslissing te nemen. Beide bedrijven rapporteerden dat het aantal gesprekken met geïnteresseerde partijen de laatste tijd weer flink toeneemt.

De pandemie heeft tegelijkertijd enkele reeds bestaande trends in een stroomversnelling doen komen. Zo zijn veel consumenten in de afgelopen 15 maanden voor het eerst in aanraking gekomen met online winkelen en online bestellen. Het valt te verwachten dat een gedeelte van deze online klandizie zal blijven bestaan, ook na heropening van de samenleving. Dit zal blijvende gevolgen hebben voor met name de detailhandel, maar ook voor de restaurantsector. Meerdere bedrijven storten zich dan ook op de markt voor online maaltijden bestellen en/of het aan huis leveren van maaltijden. In hoeverre **JustEatTakeaway**, moederbedrijf van Thuisbezorgd.nl, haar voorsprong in de verschillende landen waar zij opereert weet te behouden is vooralsnog niet te zeggen, hoewel de uitgangspositie erg sterk is.

Het fenomeen thuiswerken nam een ongekende vlucht, waar **Logitech** van profiteerde. Logitech levert allerlei randapparatuur voor computers, die bij het inrichten van thuiswerkplekken gretig aftrek vonden. De divisie die producten levert ten behoeve van videovergaderen zag de vraag zo sterk toenemen dat er zelfs (tijdelijk) leveringsproblemen ontstonden. De enorme populariteit van Gaming tijdens de lockdown deed Logitech's omzet in Gaming-apparatuur ook bijna verdubbelen. Ook **GN Store Nord's**, audio-divisie die geluidsapparatuur zoals hoofdtelefoons en oordopjes levert, profiteerde sterk van de thuiswerksituatie. Dat de exceptionele groei van 2020 niet herhaald gaat worden is duidelijk, misschien is er na het wederom sterke 1e kwartaal van 2021 zelfs sprake van een tijdelijke omzetzdaling, maar de markten voor de producten van beide ondernemingen zijn blijvend een stuk groter geworden.

Zelfs ten tijde van heel lage of zelfs negatieve rentes, hechten zowel wij als onze bedrijven waarde aan een conservatieve financiering. De meeste van de bedrijven in de portefeuille hebben dan ook een netto-cash positie of een heel lage schuldenlast. Dit schept de mogelijkheid om onafhankelijk van banken of andere financiële partijen de ontwikkeling uit te stippelen en daar aan vast te houden, ook in slechtere tijden. Daarnaast geeft een sterke balans een bedrijf de flexibiliteit om op het gewenste moment extra te investeren of een overname te kunnen doen. Zo kondigde **Soitec** onlangs aan de investeringsplannen voor de komende jaren sterk naar boven bij te stellen, als gevolg van de aanhoudend sterke vraag naar haar producten en de verwachte uitbreiding in het aantal toepassingen. **Teleperformance** rondde de aankoop van Health Advocates in de V.S. af en kon als gevolg van de zeer solide financiële positie een 6-jarige obligatielening met een coupon van slecht 0.25% plaatsen. **ICON** zag in de eerste weken van dit jaar een mogelijkheid om concurrent **PRA Health** over te nemen.

Het Ierse **ICON** werd in 1990 opgericht door Ronan Lambe en John Climax. Deze laatste was van 1990 tot 2002 bestuursvoorzitter en is vandaag de dag nog steeds lid van de Raad van Commissarissen.

ICON is actief als *Clinical Research Organisation (CRO)*: de onderneming begeleidt bedrijven en organisaties bij de (patiënten) onderzoeken die wettelijk vereist zijn alvorens een geneesmiddel of medisch apparaat op de markt kan worden toegelaten. Klanten zijn met name farmaceutische en biotechnologische bedrijven, maar ook overheden en NGO's. **ICON** is via een kleine 100 locaties wereldwijd actief en heeft ongeveer 16.000 medewerkers (cijfers voor de integratie van **PRA**).

De onderzoeken die **ICON** ontwikkelt en begeleidt zijn zeer divers en vaak complex. We kunnen wel enkele fases noemen die min of meer verplicht en daardoor standaard zijn. In de *pre-clinical fase* worden effecten van geneesmiddelen niet via patiëntenonderzoek onderzocht maar via laboratoriumonderzoeken en vaak ook met behulp van dierproeven.

Vervolgens komen fase 0 (veiligheidsonderzoek, meestal minder dan 15 patiënten), fase 1 (dosering, toedieningsmethoden en reacties, meestal tot 100 patiënten), fase 2 (effectiviteit en neveneffecten, enkele honderden patiënten) en de zeer kostbare fase 3 (effectiviteit en neveneffecten op lange termijn, honderden tot duizenden patiënten). Bij het succesvol afronden van fase 3 volgt meestal goedkeuring door de overheidsinstanties. Omdat fase 3 zo kostbaar is en slechts een derde van de geneesmiddelen na die fase een goedkeuring krijgt is fase twee een zeer belangrijk punt in het traject: ook hier krijgt slechts 30–35% het groene licht om door te gaan. We kunnen aannemen dat minder dan 10% van de geneesmiddelen uit fase 1 uiteindelijk een goedkeuring krijgt. Ook daarna kan er nog sprake zijn van onderzoek naar de langetermijneffecten, de zogenaamde fase 4.

Niet elke overheid neemt de goedkeuring van een andere overheid over; er zijn meerdere trajecten nodig. Geneesmiddelen worden niet enkel op eigen merites beoordeeld maar ook in vergelijking tot andere geneesmiddelen. Ook kan er sprake zijn van zogenaamde extensies: een geneesmiddel kan opnieuw in fase 3 terechtkomen om een andere of additionele indicatie/goedkeuring te krijgen.

Gezien de enorme investeringen is ondernemingen er veel aan gelegen het percentage successen zo hoog mogelijk te houden en het traject zo snel mogelijk te doorlopen. Temeer omdat patenten niet eindeloos zijn en de concurrentie niet stil zit. Er is de laatste jaren dan ook een trend waarneembaar waarbij één enkele CRO het gehele traject voor de klant verzorgt. Hierdoor verloopt het traject soepeler en kan er beter vooruit gepland worden. Dit is met name populair bij biotechnologische bedrijven die vaak maar één geneesmiddel in de markt proberen te krijgen en waar succes en snelheid van levensbelang zijn. De biotechnologische industrie is de laatste jaren flink in omvang toegenomen; een trend die naar verwachting aanhoudt en waarvan met name de grotere CRO's profiteren.

De CRO-industrie bestond tot voor kort uit een tiental middelgrote ondernemingen en heel veel kleine spelers die vaak actief zijn in een heel specifiek onderzoeksgebied of geografie.

Maar de vraag naar beter en vooral sneller onderzoek is niet in het voordeel van de kleine spelers. Ook technologische ontwikkelingen spelen een rol: als gevolg van de pandemie kwamen onderzoeken en monitoring op afstand in een stroomversnelling. Dit vergt echter een flinke investering in apparatuur en dataverwerking die kleinere spelers vaak niet kunnen opbrengen.

Zeker na de acquisitie van PRA is ICON als één van de zeer weinige spelers in staat haar klanten het hele scala aan diensten aan te bieden: van laboratoria tot en met het monitoren van daadwerkelijk gebruik van geneesmiddelen en medische apparaten. ICON kan haar diensten wereldwijd aanbieden.

Het is onze verwachting dat ICON's autonome groei de komende jaren tussen de 7 en 10% zal uitkomen, doordat R&D budgetten groeien, er steeds meer een beroep op CRO's wordt gedaan en ICON marktaandeel wint. De winstgevendheid zou moeten toenemen als gevolg van schaalvoordelen.

We moeten wel aantekenen dat de acquisitie van PRA niet zonder risico's is: zowel klanten als medewerkers moeten aan boord blijven. Gezien ICON's succesvolle track record met acquisities, onder hetzelfde management team, zou dat moeten lukken maar we houden de vinger aan de pols.


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 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%
1 ^e kwartaal 2021	+ 3%	+ 7%	+ 12%	- 2%
2 ^e kwartaal 2021	+ 3%	+ 7%	+ 5%	0%
2021	+ 6%	+ 14%	+ 18%	- 2%
Sinds start *	+ 17%	+ 20%	+ 27%	- 1%
Jaarlijks samengesteld	11,5%	13,7%	18,5%	-0,6%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
ICON	Ierland
SimCorp	Denemarken
Soitec	Frankrijk
Temenos	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

Dit rapport is in juli 2021 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

