



# Juno

SELECTION FUND

Verslag over het eerste kwartaal 2023

Verslag over het eerste kwartaal 2023

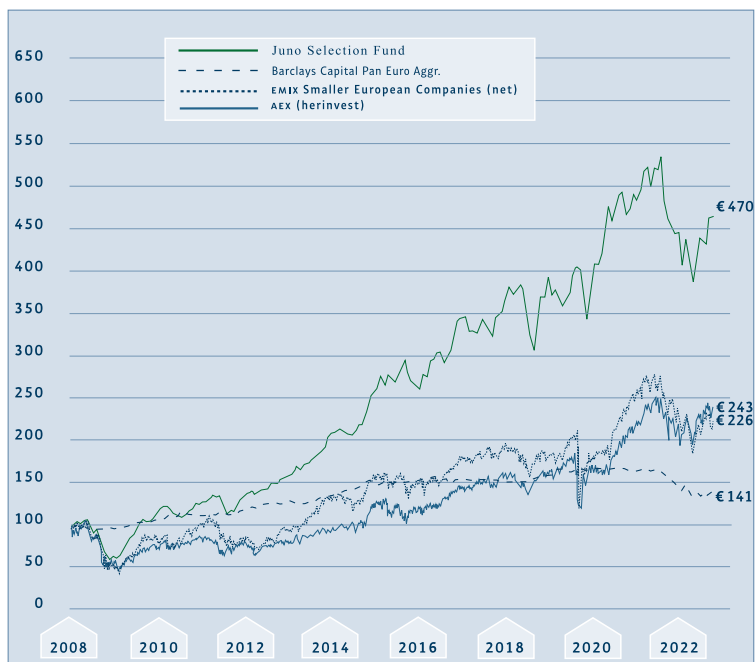


## Verslag over het eerste kwartaal 2023

### Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van **€ 469,75** per participatie. Na de eerste drie maanden van dit jaar komt het rendement uit op +7,3%.

De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, steeg ook de afgelopen drie maanden, en wel met +5,8%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) noteerde een toename van +10,1%.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Eind 2009 kochten we onze eerste aandelen in het Duitse bedrijf **Cewe**, de Europese marktleider op het gebied van foto-finishingproducten zoals wandfoto's en fotoboeken. Ondanks de gezonde winstgroei sindsdien van circa 16% per jaar, blijft het één van onze kleinere bedrijven met een beurswaarde van € 700 miljoen, nagenoeg gelijk aan hun huidige omzet (€ 741 miljoen).

Tijdens de covid-pandemie gebruikten veel mensen de extra tijd thuis om oude (reis)foto's samen te brengen in Cewe's fotoboeken. Gedurende twee jaar nam daardoor het aantal door Cewe gedrukte fotoproducten sterk toe, en daarmee ook hun winst en vrije kasstroom. De keerzijde hiervan is dat huwelijken en verre reizen tijdens de covid-periode werden uitgesteld. Daardoor waren er na de pandemie minder foto's beschikbaar om nieuwe fotoboeken van te maken. Desondanks bleek 2022 een goed jaar, waarbij de behaalde winst van € 51 miljoen bijna het topniveau van 2020 (€ 53 miljoen) kon overstijgen. Vanaf nu verwachten we dat de historische groeitrend weer terugkeert, waarbij we de covid-piek en het covid-dal achter ons kunnen laten.

Operationeel ging het het afgelopen jaar dus goed, maar op het gebied van Cewe's '*Governance*', de regels van toezicht en bestuur, was het een uitgesproken slecht jaar. De grondlegger van Cewe, Heinz Neumüller overleed in 1998 en had bepaald dat zijn nazaten, Alexander en Caroline, via een stichting (Kuratorium) de controle over het bedrijf moesten kunnen behouden. Het bestuur van het Kuratorium kijkt daarom mee bij het reilen en zeilen van de organisatie, adviseert de raad van bestuur en tevens de raad van commissarissen. Vooral is dit Kuratorium verantwoordelijk voor het benoemen en ontslaan van de leden van de raad van bestuur, waaronder de CEO.

In oktober 2016 wisselde de toenmalige CEO, Rolf Hollander, zijn positie in de raad van bestuur in voor het voorzitterschap van het Kuratorium. Christian Friege werd benoemd als CEO. Aanvankelijk stond Hollander Friege terzijde, maar met de jaren bleek dat beide heren steeds vaker fundamenteel van inzicht verschilden.

Hollander bemoeide zich te veel met de dagelijkse gang van zaken, Friege wilde niet naar advies luisteren, zo was de lezing. In 2022 kookten de gemoederen over en kon Hollander met een kleine meerderheid van de stemmen in het Kuratorium bepalen dat het contract met Friege niet zou worden verlengd in 2023. Een besluit dat ons geheel niet logisch overkwam, aangezien wij tevreden waren over Cewe's strategische stappen die door Friege waren ingezet. Dit ongelukkige besluit van het Kuratorium was duidelijk gebaseerd op een persoonlijke vete.

In persoonlijke gesprekken met Friege en andere bestuursleden, alsook briefcontact met het Kuratorium hebben we getracht in een vroeg stadium duidelijkheid te krijgen over wat er speelde achter de schermen. Daarin werd naar onze mening door Hollander niet altijd fair en open gecommuniceerd. Ook mengde nazaat Alexander Neumüller zich in deze strijd, omdat ook hij Friege voor Cewe wilde behouden. Het was evident dat de bedoelingen van zijn vader om de controle bij hem en zijn zus te behouden, niet goed hadden gewerkt omdat de meerderheid van de Kuratorium-bestuursleden tegen hun belangen en wensen in handelden. De slepende affaire werd eind december gelukkig opgelost: Zowel Friege als Hollander stapten op.

Intussen was er al wel een nieuwe CEO gevonden, Yvonne Rostock. Zij is per maart 2023 van start gegaan. Met haar ervaring bij Henkel, L'Oréal en beautybedrijf Coty, brengt ze relevante marketing- en commerciële ervaring. We ontmoetten Yvonne Rostock eind maart persoonlijk. Echter, haar eerste dertig dagen bij Cewe gaven nog te weinig basis om haar langetermijnvisie te toetsen. Wel lijkt duidelijk dat Cewe haar aanzienlijke cashreserves, gecombineerd met de beschikbare fiscale ruimte in Frankrijk, lijkt te willen gaan inzetten voor een acquisitie. Na de succesvolle aankoop van Cheerz (expert op gebied van '*mobile-to-print*') in 2018, wil het bedrijf haar fotofinishing aanbod in Frankrijk nog verder uitbreiden.

De aanzienlijke vrije kasstroom wordt al veertien jaar gebruikt om het dividend jaarlijks te verhogen. Dat maakt Cewe één van een handjevol bedrijven dat onafgebroken het dividend opschroeft.

Ook Stratec Biomedical, een ander bedrijf uit Juno's portefeuille, behoort tot de top 5 van dat selecte gezelschap. Met het voorgestelde dividend van € 2,45 komt het dividendrendement van Cewe op ruim 2,5%, terwijl het grootste gedeelte van de vrije kasstroom binnen het bedrijf geherinvesteerd wordt.

In maart bezochten we CEO Marc Biron van onze Belgische deelneming **Melexis**. Melexis ontwerpt specialistische chips voor auto's, zoals bijvoorbeeld magnetische positiesensoren die gebruikt worden in de aandrijving, elektrische spanningssensoren voor elektrische auto's en chips voor slimme verlichting. Melexis heeft geen eigen semiconductorfabrieken (fabs), waar de chips worden gemaakt. Die kapitaalintensieve activiteit is geheel uitbesteed aan zusterbedrijf X-Fab. De twee bedrijven delen dezelfde grootaandeelhouder.

De CEO schoof verlaat bij ons gesprek aan, vanwege een uitgelopen gesprek met een bezorgde klant over de hoeveelheid essentiële chips die ze geleverd kregen. De vraag uit de markt is namelijk nog altijd veel hoger dan het aanbod dat Melexis kan uitleveren. Al anderhalf jaar werken ze met een speciaal intern team dat een optimale toedeling van chips naar haar klanten moet bewerkstelligen, opdat zij allen hun productie draaiende kunnen houden.

Eerder werd Melexis qua verkoop beperkt door een gebrek aan eigen chip-testapparatuur. Met de opening van de gloednieuwe locatie in Bulgarije, een investering van € 75 miljoen, is die bottleneck verholpen. Nu is de beperking echter verschoven naar de chipproductie, uitbesteed aan zusterbedrijf X-Fab. X-Fab heeft langere tijd nodig om haar recent uitgebreide productie in te richten en daarmee op peil te brengen met de sterk toegenomen vraag. In de nabije toekomst blijft de groei van Melexis daarom beperkt tot de snelheid waarmee X-Fab haar capaciteit kan opschalen.

Maar er was ook heel goed nieuws. Het aantal zogenaamde '*design wins*', waarbij in het ontwerp van een bepaald nieuw automodel gekozen wordt voor chips van Melexis, blijkt de afgelopen twee jaar van ongekende hoogte te zijn geweest.

Er zit een tijdsspanne van gemiddeld twee jaar tussen een design win en de introductie van een nieuw automodel. Daarmee lijkt een aanhoudend sterke omzetgroei voor Melexis de komende jaren waarschijnlijk. Alleen een dramatische instorting van de wereldwijde autoproductie zou roet in het eten kunnen gooien. Vooralsnog profiteert Melexis nog van een lichte volumestijging in de automarkt in 2023, maar daarnaast ook nog eens van het feit dat het aantal chips per auto steeds verder toeneemt. Dat laatste is een gevolg van geavanceerde functies in premium auto's die gebruik maken van Melexis' chips voor vergaande elektrificatie, die nu snel doorgezet worden naar de lagere autosegmenten.

Melexis levert aan grote toeleveranciers van autofabrikanten. BMW of Audi bijvoorbeeld, kopen geïntegreerde systemen in bij Bosch of Sensata Technologies. We weten uit een recent verleden dat dit voor Melexis om twee redenen ongunstig is. Op de eerste plaats omdat ze verder van de eindklant af zitten. Nieuws over hun productiestop of vraagpiek bereikt Melexis vaak laat, zoals we in 2019 zagen toen voorraadcorrecties Melexis hard raakten. Het bleek lastig om de eigen productie snel aan te passen aan de vraaguitval bij de eindklanten. Daarnaast weet Melexis minder goed waaraan de eindklant werkt, welke technische ontwikkelingen zij in nieuwe modellen gaan verwerken en wat daarvoor aan sensoren van Melexis nodig gaat zijn.

Opmerkelijk is het daarom, dat Tesla en het Chinese BYD ervoor gekozen hebben chips wél direct bij Melexis in te kopen en de systeemintegratie zelf te doen. De auto van de toekomst zien zij als een grote computer waarbij alles centraal geïntegreerd en bestuurd wordt. De functionaliteit en integratie van alle slimme systemen wordt een differentieerbare competentie voor autofabrikanten. De Duitse autobouwers zien dat nu ook in en Marc Biron noemde sprekende voorbeelden van recente directe toenaderingen. We zien dat als een zeer positieve ontwikkeling voor de toekomst.

2022 was een recordjaar voor Melexis. De omzet groeide met 28% tot € 836 miljoen en de netto winst nam disproportioneel met 50% toe tot € 197 miljoen. Voor 2023 verwacht het bedrijf tussen de 11% en 16% omzetgroei en een navenante winstontwikkeling.



## Vooruitzichten

De effecten van de rentestijgingen worden nu zichtbaar. Het falen van het Amerikaanse svb en Credit Suisse maakte pijnlijk duidelijk dat te veel risico nemen met geleend geld ernstige risico's met zich meebrengt, zeker in tijden van oplopende rente. Want hoewel lagere energieprijzen maken dat de extreem hoge inflatie lijkt af te nemen, blijft de kerninflatie te hoog. De ECB zal daarom de rente voorlopig blijven verhogen. Dat is met grote regelmaat verkondigd en zou geen onaangename verrassing meer moeten zijn voor de markten.

Nu geld niet meer gratis is, zien we dat bedrijven hernieuwd naar hun werkkapitaal kijken. Bedrijven die vorig jaar hals over kop flink investeerden in het aanvullen van hun voorraden, precies toen prijzen piekten, zitten nu met goed gevulde magazijnen maar duur betaalde componenten. Nu is opeens afbouwen het devies en dat zien we in de gehele toeleveringsketen terug. Het effect is dat de wereldeconomieën rekening moeten houden met een tijdelijke terugval in productie.

De winstgroei over 2022 van de Juno-portefeuillebedrijven was in de meeste gevallen zeer goed, net als de uitgesproken verwachtingen voor 2023. We zien deze knappe prestaties, ondanks sterke inflatie, logistieke uitdagingen en personeelstekorten, nog niet gereflecteerd in de koersontwikkelingen. De oplopende rente was daar tot nu toe debet aan. De waardering van de portefeuille is in 2022 zeer sterk afgenomen, vooruitlopend op de mogelijkheid van verdere rentestijgingen. Die extra renteverhogingen lijken ons aannemelijk, omdat centrale banken het risico op aanhoudende inflatie niet willen nemen door te stoppen met verhogen. Met de actuele waardering van de portfolio lijken we nu goed aan te sluiten op een hoger renteniveau. Deze lagere waardering geeft ons daarom vertrouwen dat de koersen zich meer in lijn met de gezonde winsttoename, die we ook in 2023 van onze bedrijven verwachten, zullen ontwikkelen.

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	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%
2022	- 19%	- 23%	- 12%	- 19%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2023	+ 7%	+ 6%	+ 8%	+ 2%
2023	+ 7%	+ 6%	+ 8%	+ 2%
<b>Sinds start *</b>	<b>+370%</b>	<b>+126%</b>	<b>+143%</b>	<b>+ 40%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008 jaarlijks samengesteld	<b>+10,7%</b>	<b>+ 5,5%</b>	<b>+ 6,0%</b>	<b>+ 2,2%</b>

### Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
Melexis	België
Bachem	Zwitserland
Soitec	Frankrijk
Technogym	Italië



## 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 eerste kwartaal 2023.

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

Dit rapport is in april 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)

