

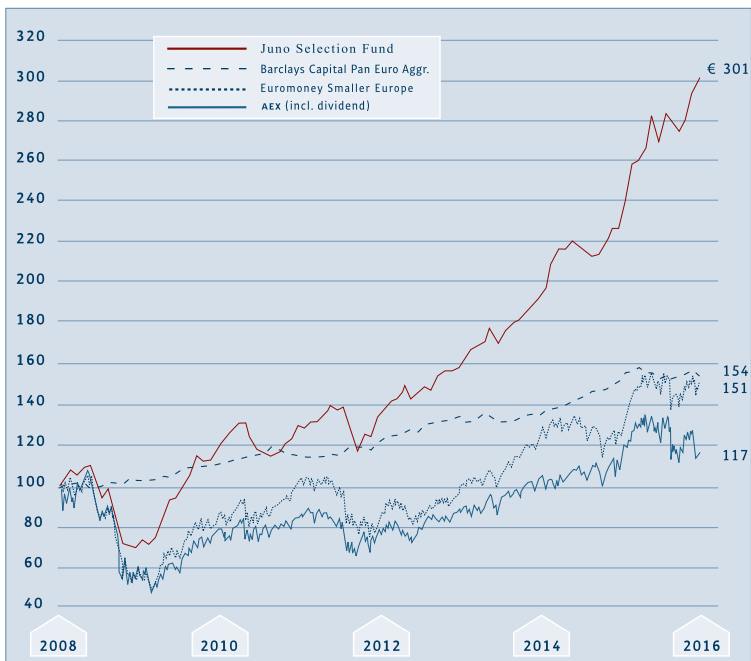
Verslag over het vierde kwartaal 2015

Verslag over het vierde kwartaal 2015

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 301,05** per participatie. De stijging in het laatste kwartaal van 2015 bedroeg 9,8%. Voor het gehele jaar komen we uit op een positief rendement van 32,9%.

Hoewel de aandelenmarkten afgelopen jaar een volatiel, maar redelijk sterk verloop kenden, konden we deze toch weer voor blijven. De Euromoney Smaller Company index steeg met 19,2%. De Nederlandse AEX index (met herinvestering van dividend) nam met slechts 7,0% toe gedurende het jaar.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Onze Britse deelneming **ABCAM** kan terugkijken op een geslaagd financieel jaar 2015. De online verkoper van antilichamen voor medisch onderzoek zag haar omzet groeien met 16,6% (gecorrigeerd voor wisselkoerseffecten). De door haar verkochte antilichamen zijn eiwitten die in het lichaam voorkomen en zich binden aan bacteriën en virussen (de antigenen). Na een binding, weet het lichaam welke schadelijke cellen moeten worden vernietigd.

De sterke groei van Abcam komt onder andere doordat de afgelopen jaren het productaanbod voor onderzoekers sterk is uitgebreid. We schreven al eerder over het uitrollen van de nieuwe producten die voortkwamen uit de acquisitie van Epitomics. We zien inderdaad dat deze producten meer en meer worden verkocht, nu de kennis-database met gebruikerservaringen met deze producten gestaag toeneemt. De groei in deze monoklonale antilichamen, RabMAbs genaamd, is een belangrijke ontwikkeling voor het bedrijf uit Cambridge.

De RabMAbs zijn monoklonale antilichamen die zich beter binden aan virussen en bacteriën dan polyklonale antilichamen. Naar mate de binding beter is, kan met grotere zekerheid worden gezegd dat het antigen is geïdentificeerd door het antilichaam. Het feitelijke binden bij monoklonale antilichamen vindt namelijk slechts aan één enkele epitoot plaats. Een epitoot is een deel van een antigeen. Het menselijk afweersysteem weet dankzij het binden van antilichamen aan precies de juiste epitopen welke organismen vernietigd moeten worden. De mate van binding heet de affiniteit en is dan ook een belangrijke parameter die effectiviteit van het antilichaam bepaalt.

Het vinden van de juiste monoklonale antilichamen bij de juiste ziekten, staat aan de basis van veel modern geneeskundig onderzoek. Vooral op het gebied van kanker zijn de laatste jaren veel monoklonale antilichamen als geneesmiddel op de markt gekomen.

Roche lanceerde in 2014 het geneesmiddel MabThera voor de behandeling tegen lymfeklierkanker, hetgeen een goed voorbeeld van het effectief gebruik van een monoklonaal antilichaam in medicijnen is.

Abcam biedt nu meer dan 8000 types monoklonale antilichamen aan, die onderzoekers wereldwijd in staat stelt de nieuwe generatie medicijnen te ontwikkelen. Daarnaast is Abcam's productaanbod op het gebied van kant-en-klare onderzoekkits erg populair. Deze kits maken het mogelijk voor onderzoekers om zonder veel voorbereidingswerk en met groot gebruiksgemak complexe studies uit te voeren.

Met het oog op verdere toekomstige groei kondigde Abcam afgelopen november de acquisitie aan van het Amerikaanse AxioMx. Deze onderneming is gespecialiseerd in de productie van recombinante antilichamen. Hierbij worden antilichamen eerst gecreëerd en dan gekloond in een laboratorium op basis van bacteriën. Recombinante antilichamen zijn al decennia bekend, maar tot nu werd de productie ervan altijd als te complex en veelal te duur beschouwd.

Behalve het diervriendelijke aspect, bieden recombinante antilichamen onderzoekers ook technische voordelen. Zo is onder andere de productie ervan aanzienlijk sneller: 5-8 weken in plaats van 4-6 maanden. Een ander voordeel is dat de affiniteit, de mate waarop een antilichaam op een epitoom aansluit, veel verder kan worden verhoogd dan in het geval van antilichamen van dierlijke origine. Men kan namelijk de cyclus van het infecteren van bacteriën eindeloos blijven herhalen tot de gewenste uitkomst (qua affiniteit) is bereikt.

Het doel van AxioMx is dat over vijf jaar de meeste antilichamen met behulp van deze recombinante methode geproduceerd zullen worden. Abcam zelf is wat dat betreft iets conservatiever en denkt dat het wel wat meer tijd zal vragen.

Wij denken dat Abcam de biologische producten in huis heeft om onderzoekers wereldwijd de materialen te leveren die onmisbaar zijn voor hun onderzoek. Onderzoek waar uiteindelijk de patiënt van zal profiteren. Voor komend jaar gaan wij uit van een onderliggende winstgroei voor Abcam van circa 15%.

Sinds juli 2014 maakt **GRENKELEASING** ('Grenke') onderdeel uit van de Juno portefeuille. Deze in 1978 door Wolfgang Grenke opgerichte onderneming richt zich voornamelijk op leasing van kantoorapparatuur voor het midden- en kleinbedrijf.

Het gemiddelde leasebedrag bedraagt slechts EUR 8.100. Wolfgang realiseerde zich bij de oprichting van de onderneming dat het leasen voor deze kleine bedragen alleen economisch rendabel kan zijn als je het heel efficiënt doet en zonder tussenkomst van teveel mensenhanden. Hierbij kwam zijn achtergrond als wiskundige van pas. Vanaf de start van de onderneming maakt Grenke gebruik van een eigen scoringssysteem op basis van zoveel mogelijk relevante variabelen. Het leaseproces was dus vanaf het begin volledig geautomatiseerd.

Nu banken, als gevolg van toegenomen regeldruk en kapitaals-eisen, het steeds moeilijker vinden om efficiënt kleine bedragen te financieren, wint Grenke steeds meer marktaandeel. Het gevaar zou kunnen zijn dat ze dat doen door binnen haar scoringssysteem de acceptatie-eisen te verzwakken. Gelukkig is dat niet het geval, omdat we al enige tijd zien dat het aantal verlieslatende leasecontracten in de portefeuille niet toeneemt.

Doordat Grenke al sinds 1978 data bijhoudt van haar klanten, gaat zij deze data ook steeds meer gebruiken om haar klanten beter te bedienen. Zo wordt grotere klanten accountmanagement aangeboden en is Grenke sinds een aantal jaar tevens actief op het gebied van factoring. Hierbij neemt Grenke (een deel van) het debiteurenbeheer van haar klanten over.

De klant krijgt van Grenke haar uitstaande facturen alvast vooruit betaald, Grenke incasseert deze op een later tijdstip. Hierdoor heeft de klant direct minder werkkapitaalbeslag. De kosten bedragen doorgaans een paar procent van het vooruitbetaalde bedrag. Vooral nog biedt Grenke haar factoringdiensten voornamelijk aan bestaande klanten aan en heeft dankzij haar informatievoorsprong goed zicht op wie zij binnen haar klantenportefeuille wel en geen factoring aanbiedt.

Grenke groeit vooral organisch en gebruikt hiervoor een “cell-divisie systeem”. Elk sales kantoor bedient met maximaal acht personen een regio. Indien bij dit kantoor meer dan 140 aanvragen per week binnenkomen, wordt de regio opgesplitst in twee cellen. Zo ontstaat in de tijd vanzelf een fijnmazige landelijke dekking. Zelfs in Duitsland is er nog steeds voldoende ruimte voor Grenke om kantoren te blijven openen. Dit geeft ons vertrouwen dat de organisatie ook de komende jaren kan blijven doorgroeien in zelfs de meer verzadigde markten.

Voorlopig is Grenke vooral actief in Europa, dat 98% van de omzet uitmaakt. Duitsland, Frankrijk en Italië zijn de zwaargewichten in de regio. Buiten Europa heeft zij vestigingen in Canada, Brazilië, Turkije, Dubai, en Singapore. Interessant feit is dat er in Dubai tot op heden geen enkel verlieslatend leasecontract is geweest. Een sterk contrast met Brazilië, waar het voornamelijk lastig is gebleken om het Grenke-model winstgevend uit te rollen.

Het afgelopen jaar was voor Grenke zeer succesvol, haar omzet groeide volledig organisch met ruim 20%, dit bij gelijkblijvende marges en een stijgend rendement op kapitaal. Voor de nabije toekomst zien we nog meer dan genoeg groeimogelijkheden voor dit Duitse familiebedrijf.

Vooruitzichten

Hoewel de volatiliteit op de aandelenbeurzen anders doet vermoeden, is er de laatste maanden niet veel veranderd. De rente is en blijft extreem laag. Er is nauwelijks inflatie en de economische groei in Europa is broos. De prijzen van grondstoffen zijn weer verder gedaald. Daar gaat een sterk deflatorisch effect van uit. In onze ogen kunnen renteniveaus daarom nog wel heel lang zeer laag blijven.

Als Europese bedrijfswinsten ook zonder hulp van een sterke dollar een gezonde groei konden tonen, zouden de koerswinstverhoudingen niet zo oplopen. Gezien het lage renteniveau zijn deze verhoudingen gelukkig niet zorgwekkend hoog, maar investeerders moeten wel weer even wennen aan koerswinstverhoudingen van ruim 15x voor de markt als geheel. Deze hogere waarderingen brengen hogere koersvolatiliteit. Dat biedt goede kansen om tegen aantrekkelijke prijzen in te stappen.

De koersstijging van de door Juno geselecteerde bedrijven in 2015, is voor het grootste deel terug te leiden naar de sterke winststijging van deze deelnemingen. De onderliggende winsten van onze bedrijven konden, met een beetje hulp van een sterke dollar, geaggregeerd met circa 20% stijgen. Sinds de start van het fonds in 2008, is deze winstgroei nooit lager dan 7% geweest en ligt gemiddeld op 15%.

Ook voor 2016 hebben we de verwachting dat er een 10-15% winstgroei is te realiseren binnen onze deelnemingen. Als ze daar weer in slagen, dan is het aannemelijk dat we opnieuw een mooi rendement voor onze klanten kunnen neerzetten omdat we niet verwachten dat de waarderingen zullen afnemen. We verwachten daarom ook voor 2016 een goed jaar.

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%	- 48%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 20%	+ 12%
2014	+ 19%	+ 3%	+ 8%	+ 12%
1e kwartaal 2015	+ 15%	+ 17%	+ 16%	+ 5%
2e kwartaal 2015	+ 3%	+ 0%	- 3%	- 4%
3e kwartaal 2015	+ 2%	- 6%	- 10%	+ 1%
4e kwartaal 2015	+ 10%	+ 7%	+ 5%	+ 0%
2015	+ 33%	+ 19%	+ 7%	+ 2%
Sinds start *	+201%	+ 51%	+ 17%	+ 54%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelenposities

NAAM

LAND

SimCorp

Denemarken

Dialog Semi

Verenigd Koninkrijk

Abcam

Verenigd Koninkrijk

Stratec Biomedical

Duitsland

Grenkeleasing

Duitsland

Verslag over het vierde kwartaal 2015.
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2016 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

