



Juno
CONTINUATION FUND

Verslag over het derde kwartaal 2022

Verslag over het derde kwartaal 2022

Verslag over het derde kwartaal 2022

Rendement Juno Continuation Fund

Het Juno Continuation Fund sloot het kwartaal af met een netto vermogenswaarde per participatie van **€ 79,54**, een daling van **-10,1%** ten opzichte van het vorige kwartaal. Daarmee presteerde het fonds minder goed dan de msci Europe Mid Cap Index, die in het kwartaal **-7,3%** daalde. Over het jaar 2022 tot het eind van het derde kwartaal was het rendement **-31,5%** terwijl de msci Europe Mid Cap Index over diezelfde periode een performance van **-27,2%** liet zien.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Inflatie was de afgelopen maanden een van de belangrijkste thema's: bij consumenten, ondernemingen, overheden, centrale banken en bij beleggers. Consumenten zien hun koopkracht verminderen hetgeen gevolgen heeft voor het uitgavenpatroon. Veel ondernemingen zien de vraag afnemen en worden tegelijkertijd geconfronteerd met hogere kosten, waardoor bedrijfswinsten onvermijdelijk onder druk komen te staan. Centrale banken zijn vooralsnog duidelijk omtrent hun prioriteit: het terugdringen van de hoge inflatie door middel van flinke renteverhogingen, ondanks dat een recessie daardoor aannemelijk wordt. Hogere rentes leiden tot hogere financieringskosten voor veel ondernemingen, waardoor hun winsten nog meer onder druk komen te staan. Hogere rentes leiden ook tot een lagere waardering voor obligaties en aandelen; voor veel beleggers komt daar nog de realiteit van lagere bedrijfswinsten bij. Met als gevolg sterk dalende koersen.

Wij blijven van mening dat ook in deze context de beste bescherming wordt geboden door ondernemingen die hun omzet en winst wél nog weten te doen groeien en die weinig tot geen schuld hebben.

Factoren als inflatie, rente en valuta vinden wij notoir onvoorspelbaar en deze zijn dan ook geen leidraad bij onze portefeuillebeslissingen. Deze zijn op korte termijn zeker van invloed op de waardering en koers van onze ondernemingen maar op langere termijn zijn het juist de fundamentele ontwikkelingen die koersbepalend zijn. De omzet- en winstontwikkelingen bij de bedrijven in de portefeuille zijn de afgelopen maanden en kwartalen conform verwachting en wij gaan uit van een solide groei in 2022 en daarna. Dat er op korte termijn geen relatie bestaat tussen koersontwikkeling en fundamenten is een vervelend maar bekend fenomeen, dat echter ook tot interessante aankoopmogelijkheden leidt.

Als gevolg van de flinke koersdalingen dit kwartaal hebben wij onze cashpositie verder gereduceerd en selectief bestaande posities uitgebouwd. Dit gebeurde met name bij Rational, Soitec, Amplifon en Scout24. Deze ondernemingen laten dit jaar elk een omzetgroei zien die de verwachtingen overtreft, terwijl hun aandelenkoersen juist sterk daalden. De positie in Temenos werd daarentegen verkocht omdat we minder vertrouwen kregen in de langeretermijnvoortuitzichten: het lijkt erop dat concurrenten een effectievere softwareoplossing aanbieden, met name in de *cloud-based* omgeving. De positie in BioMérieux werd verkocht omdat we niet zien hoe de onderneming het wegvallen van covid-gerelateerde omzet kan goedmaken. Als gevolg van de zeer sterk gedaalde koers werd gedurende het kwartaal een nieuwe positie genomen in familiebedrijf Bachem.

Het Zwitserse **Bachem** is afgelopen juli voor het eerst opgenomen in de portefeuille van het Juno Continuation Fund en is daarmee één van de drie gedeelde posities tussen de beide Juno-fondsen. De onderneming is een specialistische producent van het actieve bestanddeel in een groeiend aantal medicijnen met een dominante positie binnen een oligopolistische markt. De onderneming genereerde circa CHF 500 miljoen omzet in 2021 en heeft als doelstelling dit in vijf jaar te verdubbelen met een operationele winstmarge van ruim 24%.

Bachem heeft diepgaande kennis van het complexe productieproces van peptiden (zogenaamde 'kleine' proteïnen) en recenter ook oligonucleotiden, waarbij aminozuren opeenvolgend gekoppeld worden (tot 100 schakelingen) om een groot aantal verschillende combinaties te maken die als actief ingrediënt dienen in geneesmiddelen. De onderneming produceert geen eigen medicijnen, maar ontwikkelt deze samen met hun klanten waardoor de groei afhankelijk is van de R&D activiteiten van farmaceutische bedrijven. Bachem profiteert van de introductie van nieuwe geneesmiddelen en realiseert schaafefficiënties naarmate deze medicijnen commercieel aanslaan.

Daarentegen heeft Bachem er ook profijt van als er een zogenaamd generieke variant van een geneesmiddel wordt geïntroduceerd, na het verlopen van het beschermende patent van een medicijn. Steeds vaker wordt dan gekozen voor synthetische productie om een van origine recombinant (biologisch) geproduceerd geneesmiddel te vervangen. De doorlopende ontwikkeling van synthetische productie, waarmee steeds complexere en langere combinaties van aminozuren kunnen worden gemaakt, is hier mede de aanjager van. Dit zorgt er ook voor dat het voor nieuwkomers steeds lastiger is om voet aan de grond te krijgen. Een kleine productiefout in een lange keten kan ervoor zorgen dat een 'batch' ter waarde van vele miljoenen verloren gaat. Dat soort dure en tijdrovende fouten zorgen ervoor dat reputatie een belangrijk selectiecriteria is voor partners. We staan nog aan het begin van de adoptie van peptiden en de synthetische productie daarvan, die een steeds belangrijkere rol krijgen binnen de oncologie, diabetes, obesitas, hartziekten en neurologische aandoeningen. Op dit moment zijn de voornaamste aandoeningen waarvoor peptiden worden gebruikt diabetes en stofwisselingsziekten.

Tijdens een recente analistenvergadering in Zürich bevestigde de Bachem opnieuw de intentie om de omzet te verdubbelen en daartoe investeert de onderneming fors in additionele productiecapaciteit nabij het hoofdkantoor in Bubendorf. Een gelijktijdige aankondiging van een groot contract ter waarde van CHF 150 miljoen in 2024 geeft daarbij vertrouwen en zichtbaarheid op de doelstelling om 15% omzetgroei per jaar te behalen.

Zowel winst- als koersontwikkeling zijn de afgelopen jaren snel toegenomen, waarbij laatstgenoemde echter een grote voorsprong nam op onze prognoses. Daardoor zag 'zusterfonds' Juno Selection (Bachem-aandeelhouder sinds 2018) zich genoodzaakt de weging in Bachem gedurende 2021 fors af te bouwen. Een sterke correctie in de koers gedurende dit jaar bood beide fondsen een kans om de positie (opnieuw) op te bouwen tegen een gunstiger risicoprofiel en dito koers-winstverhouding. Het Continuation Fund heeft per ultimo september een weging van circa 7% in Bachem.

Het Britse **Dechra** is een ontwikkelaar, producent en distributeur van diergeneesmiddelen met een focus op huisdieren (circa 75% van de omzet). De overige omzet wordt behaald uit geneesmiddelen voor vee (11%) en paarden (7%) en een kleine portefeuille aan specialistische voeding. De onderneming werd in 1997 gecreëerd toen een groep managers zich uitkocht bij de moedermaatschappij, een apothekersbedrijf dat geen focus heeft op de niche van Dechra. De huidige CEO Ian Page heeft een sleutelrol bij de 'management buyout' en wordt in 2001 algemeen directeur. Over het afgelopen jaar behaalde de onderneming een omzet van GBP 680 miljoen en een operationele winstmarge van ruim 25%.

In de vroege jaren van de nieuwe onderneming was de organisatie met name gefocust op de distributie van geneesmiddelen. Met behulp van de data die deze activiteiten opleverden heeft Dechra therapeutische subcategorieën kunnen identificeren waarop men zelf producten wilde ontwikkelen. In eerste instantie was dit met name op het gebied van endocrinologie (hormoonziektes) en later zijn daar andere niches bijgekomen zoals dermatologie, anesthesie (pijnverdooving), analgesie (pijnbestrijding) en antibiotica. Een grote meerderheid van de producten in de productportefeuille zijn alleen op recept verkrijgbaar en worden vaak niet alleen afgegeven, maar ook toegediend door de dierenarts.

Dechra kent een brede portefeuille van meer dan 5,500 producten die in bijna 70 landen worden verkocht.

Dierenartsen kopen de producten van Dechra weliswaar via specialistische distributeurs, maar hebben in veel gevallen direct contact met Dechra-verkopers voor informatie over bestaande producten alsook nieuwe productintroducties.

De diergeneesmiddelenmarkt kent, in tegenstelling tot de menselijke farmacie, weinig '*blockbuster*'-drugs (omzetbijdrage van meer dan 100 miljoen euro) met een buitensporig grote winstbijdrage. Dechra heeft ook geen enkele *blockbuster* in haar portefeuille. Dat maakt deze markt minder aantrekkelijk voor grote farmaceutische bedrijven en is er ook minder winst te behalen met de introductie van generieke geneesmiddelen, zodra patenten verlopen. De portefeuille van Dechra bestaat uit zowel '*novel*' (beschermde) als generieke producten, met als doel de eerste categorie verder te doen groeien middels eigen ontwikkeling en door gerichte overnames. Het belangrijkste product in de portefeuille van Dechra genaamd Vetoryl (tegen de ziekte van Cushing) heeft een omzetbijdrage van circa 8%. De overige 'grote' producten dragen 2 à 3% bij, maar het merendeel is dus nog vele malen kleiner.

De groei van Dechra komt voort uit de groei van het aanbod en door uitbreiding naar nieuwe landen. Ook groeit het door de toenemende populatie huisdieren in reeds gepenetreerde landen. Daarnaast breidt Dechra de portefeuille uit met nieuwe producten via de eigen R&D-activiteiten (meer dan 40 medicijnen in ontwikkeling) en samenwerkingsverbanden en acquisities, zoals de recente overname van het Amerikaanse Piedmont Animal Health met een pijplijn aan producten in diverse stadia van ontwikkeling. Ook rondde men recent de overname van Med-Pharmex af, dat ontwikkelings- en productiecapaciteit heeft en kan profiteren van het bestaande Dechra-verkoopteam.

Sinds Dechra eind 2020 op ons vizier kwam, hebben wij het management meermaals digitaal kunnen spreken. Een bezoek aan een belangrijke productiefaciliteit in het Nederlandse Bladel gaf vervolgens de doorslag, waarbij wij de recente koersdaling hebben gebruikt om een positie op te bouwen. Op dit moment bedraagt de weging circa 3% in de portefeuille.

Vooruitzichten

Om de wereldeconomieën te beschermen tegen een te grote terugval door de financiële crisis en de pandemie, werd door centrale banken veelvuldig het rente-instrument ingezet. Het bleek een krachtig medicijn waardoor een te grote economische terugval deels beperkt bleef. Maar, met renteniveaus op, of onder nul, was het altijd al duidelijk dat deze ook weer terug naar boven moesten.

De hoop op kleine rentestapjes bleek snel achterhaald omdat 's werelds toeleveringsketens, post-pandemie, niet klaar waren voor de sterk terugkerende consumentenvraag en bovendien de energieprijzen explodeerden. Inflatie schoot met ongekende kracht omhoog, waardoor de centrale banken niet anders konden dan nu het stijgende rente-medicijn met grote doses in te zetten om de economie te remmen en inflatie de kop in te drukken. Beleggers maken zich nu behoorlijk zorgen omdat deze vele, snelle veranderingen onrust en onvoorspelbaarheid geven. Die onzekerheid vertaalt zich in angst voor verder dalende koersen van obligaties en aandelen. Daar waar veel verkopers zijn, maar een beperkte vraag, dalen de prijzen.

Angst is echter een slechte raadgever, waardoor nu ook bedrijven worden verkocht die juist goed in staat lijken om met deze onzekerheden om te gaan. Ondernemingen die recent hun winstverwachtingen verhoogden, zien dit niet terug in verbeterde koersniveaus. Bedrijven zonder schulden, met producten en diensten die doorgroeien ongeacht de economie, zijn een soort groei-obligaties: er is weinig risico dat hun economische motor, die jaarlijks 10-15% meer winst produceert, stilvalt. Onze veelvuldige bedrijfsbezoeken en contacten bevestigen dat keer op keer. Deze ont koppeling tussen koersdalingen en stijgende winsten bij 'onze' bedrijven geeft ons daarom veel vertrouwen in de toekomstige koersrendementen.

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%
3 ^e kwartaal 2022	- 10%	- 7%	- 2%	- 6%
2022	- 32%	- 27%	- 18%	- 18%
Sinds start *	- 21%	- 7%	+ 15%	- 19%
Jaarlijks samengesteld	- 8,0%	- 2,8%	+ 5,3%	- 7,7%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
ICON	Ierland
Rational	Duitsland
Scout 24	Duitsland
Soitec	Frankrijk

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 derde kwartaal 2022.

vormgeving binnenwerk René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in oktober 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

