

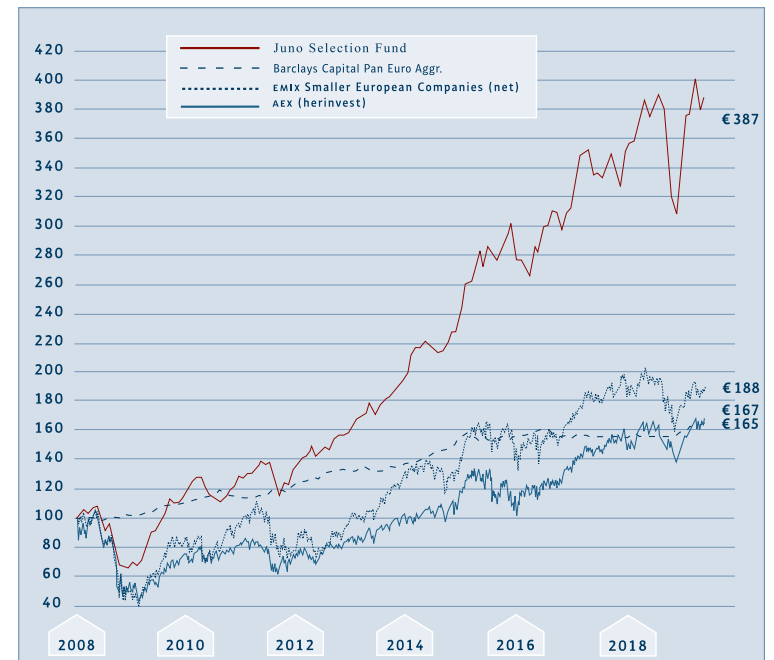
Verslag over het tweede kwartaal 2019

Verslag over het tweede kwartaal 2019

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€ 386,66** per participatie. Net als het vorige jaar, was het eerste kwartaal sterk, gevolgd door een goed tweede kwartaal. De afgelopen drie maanden bedroeg het rendement +2,8%. Na de eerste zes maanden van het jaar staan we daardoor op een jaarrendement van +25,4%.

De index van Europese middelgrote en kleinere ondernemingen liep dit jaar op met +14,8%, gemeten aan de hand van de EMIX index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteed) steeg in 2019 na zes maanden met +17,3%.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Nemetschek, is het Duitse softwarebedrijf dat een dominante positie heeft in driedimensionale ontwerpsoftware voor architecten. Het faciliteert de bredere digitalisering van de bouw via de overgang naar het gebruik van 'BIM' (ofwel Building Information Modeling): een open standaard met als doel een digitale weergave, gedeeld tussen architect, toeleverancier en aannemer, die als basis dient voor grote bouw- en infrastructurele projecten.

De onderneming heeft in de afgelopen jaren zowel gezonde organische-, als geacquireerde groei kunnen laten zien en wordt daardoor ook lange tijd beloond met een relatief stevige waardering op de beurs. Wij constateren echter dat een aanzienlijk deel van de resultaten van de afgelopen jaren te herleiden zijn naar de acquisitie van het Amerikaanse Bluebeam in 2014. Dit softwarepakket vervangt de papieren bouwtekening op de bouwplaats met een digitale versie die eenvoudig op te maken en onderling te delen is. Hiermee wordt de grote frustratie van verouderde of verschillende bouwtekeningen voorkomen en dit ligt dan ook aan de basis van het succes.

Tegelijkertijd heeft Bluebeam de prijs van haar softwarepakket over de afgelopen jaren fors verhoogd, waardoor gebruikers in sommige gevallen bij verlenging van hun licentie zelfs met een verviervoudiging van de kosten worden geconfronteerd. Wij denken daarom dat de buitengewoon sterke groei daarmee in de toekomst lastig te handhaven zal zijn op dit niveau en dat de winstbijdrage van relatief lagere kwaliteit is.

Nemetschek heeft een aantal kleinschalige, maar duurbetaalde acquisities gedaan in niche-activiteiten die op korte termijn relatief weinig bij zullen dragen aan de winstgroei. Tot slot is de onderneming ook onnodig agressief in de communicatie van haar resultaten naar de markt, bijvoorbeeld door de wijze waarop ze kiest om de gevolgen op de winstgroei door implementatie van de nieuwe IFRS16 regels met betrekking tot lease-accounting te rapporteren.

Hoewel wij vertrouwen hebben in de opkomst van BIM en de rol van Nemetschek hierin, alsook de verdere groei van Bluebeam, zorgen bovenstaande factoren in combinatie met de sterk opgelopen waardering dat wij in het afgelopen kwartaal onze positie in Nemetschek geheel afgebouwd hebben.

Onze deelneming **Sartorius** is fabrikant van apparatuur om medicijnen met biologische oorsprong ('biologics') te fabriceren. De markt waarin zij actief is, heeft de laatste jaren een erg sterke groei laten zien. Deze groei wordt veroorzaakt door belangrijke onderliggende factoren. Steeds meer nieuwe medicijnen met een biologische oorsprong vinden hun weg naar de markt en er lopen een paar oudere medicijnen ('biosimilars') uit patent. Daarnaast verschuift de fabricage van de medicijnen steeds meer richting het gebruik van single-use apparatuur in plaats van multi-use.

De grote voordelen van single-use zijn dat de productiekosten lager zijn en er minder gebruik van energie en water is. Maar het belangrijkste is toch wel dat het risico op vervuiling van het medicijn kleiner is, het zogenoemde contaminatie risico. Op dit moment wordt 35% van de biologics op basis van single-use technologie gefabriceerd, de verwachting is dat dit stijgt naar 75% in 2025. Sartorius levert al jaren alleen single-use apparatuur, waardoor zij geen enkel nadeel ondervindt van de omschakeling van multi-, naar single-use.

Sartorius groeit al jaren meer dan de marktgroei van 6-8%. Dit komt in onze ogen doordat Sartorius vanaf het begin van het proces van de ontwikkeling van een medicijn betrokken is. Hierdoor kiest de klant vaak voor de apparatuur van Sartorius wanneer het medicijn uiteindelijk goedkeuring heeft verkregen en in productie gaat. Daarnaast is Sartorius de enige pure speler in de markt. De concurrenten zijn allemaal grote conglomeraten, zoals Thermo-Fisher, Merck Milipore en Danaher Pall.

De omzet van Sartorius is voor bijna 80% recurrent. Dit komt doordat de meeste goedgekeurde medicijnen gedurende 20 jaar in productie worden genomen en het productieproces een integraal onderdeel uit maakt van deze goedkeuring. Mocht een fabrikant voor een andere leverancier willen kiezen dan brengt dat hoge (goedkeurings-)kosten en risico's met zich mee.

Begin 2018 maakte Sartorius uitdagende lange termijn doelstellingen bekend om in 2025 een omzet te behalen van 4 miljard Euro (1,8 miljard in 2019) met een stijgende marge. Dit zou een jaarlijkse omzetgroei van bijna 15% impliceren. Deze vooruitzichten hadden ook hun positieve weerslag op de beurskoers. Wij zijn van mening dat de groei doelstellingen nu in voldoende mate zijn ingeprijsd en we hebben ons belang daarom wat gereduceerd.

Vorig jaar namen wij een positie in het Zwitserse **Bachem**, specialist in de synthetische productie van peptiden (kleine eiwitten) als farmaceutisch ingrediënt. Het is een nauw betrokken productiepartner voor farmaceutische bedrijven gedurende het gehele traject van initieel onderzoek tot commerciële verkoop van geneesmiddelen. Bachem heeft nu meer dan 150 partnerprojecten lopen, waarvan er gemiddeld één of twee per jaar commercieel worden gelanceerd.

Diabetes blijft een van de belangrijkste farmaceutische gebieden voor Bachem in de komende jaren. Nabij 40% van de lopende projecten binnen het bedrijf zijn diabetes gerelateerd. Een belangrijk moment wordt het verlopen van het patent van het diabetesmiddel Victoza (liraglutide) van Novo Nordisk in 2023. De generieke versie van het middel, dat nu nog biologisch geproduceerd wordt, zal vrijwel zeker door Bachem synthetisch geproduceerd gaan worden.

Dat het uitstel van grote projecten negatieve gevolgen kan hebben ondervond Bachem in de eerste helft van 2018, toen de gerapporteerde omzet ten opzichte van de eerste helft van 2017 onverwacht daalde met 7%.

Het management verzekerde ons, kort na de presentatie van deze teleurstellende cijfers, dat deze daling in de tweede helft van 2018 goedge maakt zou worden. Ze sprak zelfs de verwachting uit dat de oorspronkelijke groeiverwachtingen, gecommuniceerd aan het begin van 2018, nog steeds gehaald zouden worden. Een uitspraak die voor Juno een belangrijke test van de geloofwaardigheid van het management vormde.

Het bedrijf kwam haar belofte na en rapporteerde in maart 2019 een knappe omzetgroei van 8% over 2018. Door marge verbetering kwam de winstgroei uit op bijna 12%. Teleurstellend was echter het bericht dat het bedrijf beperkt nieuwe aandelen ging uitgeven om het dividend de financieren. Dit is wat ons betreft een onnodige dure manier van financiering. Ook gezien het turbulente vorige jaar, was het daarom in april 2019 opportuun om naar Bubendorf af te reizen en het management te spreken.

Het werd een openhartig gesprek met CEO Thomas Früh en CFO Stephan Schindler. Zij bevestigden onder meer de aantrekkelijke vooruitzichten van het bedrijf. Het Amerikaanse APC, door Bachem geacquireerd in 2015, begint eindelijk een winstgevend bijdrage te leveren. Daar was wel een forse cultuurverandering bij de Amerikanen voor nodig, die niet gewend waren aan de Zwitserse kwaliteitseisen.

De beslissing van het bedrijf om beperkt aandelen uit te geven om het dividend te financieren is ook uitvoerig besproken. De keuze werd ingegeven door fiscale belangen van oprichter en meerderheidsaandeelhouder Peter Grogg. Het management was ook duidelijke ongemakkelijk met de beslissing, maar kon onderbouwen dat het geen nadelige gevolgen voor andere aandeelhouders heeft gehad. Wellicht toch een voorbeeld van een nadeel van investeren in familiebedrijven. Voor 2019 verwacht het management wederom een jaar van goede groei tussen 8 en 10%. Met goed vertrouwen vertrokken wij weer uit Bubendorf.

Vooruitzichten

In het vierde kwartaal van 2018 trok de angst voor oplopende rente de beurzen zwaar in het rood. Intussen is de stemming op de rentemarkt en daarmee de beurzen, weer volledig omgeslagen. De Amerikaanse Fed en de Europese ECB hebben duidelijk gemaakt dat de rente niet omhoog, maar verder naar beneden gaat. Daarmee wordt tegelijk de intercontinentale strijd om de goedkoopste valuta verder aangewakkerd.

De huidige negatieve rente op Europese obligaties zou tot astronomische koers- winstverhoudingen bij aandelen moeten leiden, als enkel de geschiedenis van de inverse correlatie tussen deze twee ons zou leiden. Binnen de aandelenmarkt zien we steeds meer twee extremen: goede, maar meer cyclische bedrijven met een minder voorspelbare winstgroei die noteren tegen op het oog zeer aantrekkelijke koers- winstverhoudingen, en de bewezen, voorspelbare groeiers, die veelal tegen zeer hoge multiples noteren, soms te hoge.

Het blijft van groot belang dat we onze strenge discipline handhaven bij de waardering van onze bedrijven. Toekomstige winstgroei is essentieel, maar daarvoor niet teveel betalen minstens zo belangrijk. Ondanks dat we enkele posities gereduceerd hebben vanwege te hoge waarderingen, hebben we in de portefeuille genoeg aantrekkelijk geprijsde, jaarlijks groeiende ondernemingen. Bedrijven waarvan we verwachten dat ze in staat blijven om jaarlijks hun winst tussen 10- en 15% te doen stijgen. We kijken daarom met veel vertrouwen naar de toekomst.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

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%	+ 12%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	- 1%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
1 ^e kwartaal 2019	+ 22%	+ 13%	+ 13%	+ 3%
2 ^e kwartaal 2019	+ 3%	+ 2%	+ 4%	+ 2%
2019	+ 25%	+ 15%	+ 17%	+ 5%
Sinds start *	+287%	+ 88%	+ 67%	+ 64%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+12,5%	+5,7%	+ 4,6%	+ 4,4%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Grenke	Duitsland
Technogym	Italië
Paradox	Zweden
cts Eventim	Duitsland

Verslag over het tweede kwartaal 2019.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2019 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

