



Verslag over het tweede kwartaal

Verslag over het tweede kwartaal 2020

Verslag over het tweede kwartaal 2020

Rendement Juno Continuation Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van € 100,60 per participatie. Na een negatief eerste kwartaal dat in het teken stond van de corona-uitbraak, hebben we in het tweede kwartaal het tij gekeerd met een positief rendement van +14,6%. Dat betekent dat het Juno Continuation Fund nu sinds haar lancering op 1 februari dit jaar een performance laat zien van +0,6%.

De index van Europese middelgrote ondernemingen daalde over dezelfde periode aanzienlijk met -12,0%, gemeten aan de hand van de MSCI Europe Midcap index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) daalde ook sinds 1 februari 2020, en wel met -4,4%.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Er waren gedurende het kwartaal weinig veranderingen in de portefeuille. Er werden geen nieuwe posities opgenomen en er werden ook geen posities geheel verkocht; wel werden twee posities gereduceerd. De top 5 bleef grotendeels onveranderd en de cashpositie bleef gedurende het kwartaal rond de 25%.

De positie in **Straumann** werd gereduceerd, omdat het onduidelijk is in hoeverre de bedrijfsactiviteit zal opveren na het opheffen van de lockdownmaatregelen. We denken dat de vraag naar tandimplantaten wel eens gevoeliger voor economische tegenwind zou kunnen zijn dan algemeen wordt aangenomen. Hoewel Straumann inmiddels naast de traditionele premium producten ook een aanbod in het middensegment heeft en de klant hiermee een goedkoper alternatief kan bieden, anticipeert de onderneming zelf ook op een terugval in de vraag en zijn er kosten reducerende maatregelen aangekondigd. Als gevolg van de toegenomen onzekerheid reduceerden we de positie.

De positie in **Biomérieux** werd eveneens gereduceerd. Dit familiebedrijf is actief in medische diagnostiek en levert reagenten, instrumenten en software. De covid 19-pandemie leidt wereldwijd tot een sterk toenemende vraag naar deze producten en de koers van het aandeel kende dan ook een sterke stijging de afgelopen maanden. De vooruitzichten voor Biomérieux zijn ook in onze ogen veelbelovend, zowel betreffende 2020 alsook daarna. Echter, bij de opgelopen waardering hoort volgens ons een lagere weging; prijs en winstgroei moeten wel in balans blijven.

Teleperformance is op het moment van schrijven de op twee na grootste positie van het fonds. Opgericht in Parijs in 1978, maakte het bedrijf in eerste instantie naam met eenvoudige callcenters. In de beginjaren waren vooral de Telecom en Media sectoren typische klanten van Teleperformance, die het bedrijf gebruikten om (potentiële) klanten per telefoon te benaderen. Het gebruik van externe centers werd destijds vooral ingegeven door kortetermijnoverwegingen: kostenbesparingen en snelle klantenwinning.

In de jaren tachtig werden centers geopend in meerdere Europese landen, later volgde de geografische expansie buiten Europa, waarbij centers werden geopend in de VS en Azië. Met 330.000 werknemers en 460 centers is Teleperformance anno 2020 aanspreekpunt voor eindklanten in 140 landen. Oprichter Daniel Julien is nog steeds CEO van "zijn" Teleperformance.

In het recente verleden kwam de digitalisering in een stroomversnelling. Dit leidt voor Teleperformance en haar concurrenten tot een veranderde dienstverlening, waarbij kosten weliswaar nog steeds een thema zijn maar langetermijnoverwegingen duidelijk belangrijker zijn geworden. Klantencontacten worden steeds belangrijker maar ook ingewikkelder.

Aandacht voor kwaliteit van de dienstverlening, het belang van reputatie en imago, regelgeving omtrent de veiligheid van data, specialistische/technische kennis van verticale segmenten, inkomende in plaats van uitgaande klantengesprekken, multi-channel communicatie met eindklanten, 24/7 en globalisering zijn de nieuwe realiteit.

Klanten als Apple, BMW en grootbanken willen klantenservice van een hoog niveau, die ook nog eens aansluit bij hun eigen interne processen en procedures. En dat willen ze wereldwijd. Dat vergt kennis én investeringen van alle contractpartijen. De basale callcenters van weleer bestaan bijna niet meer.

Als grootste aanbieder heeft Teleperformance hier een enorm voordeel, hetgeen zich vertaalt in een verder groeiend marktaandeel, met name bij de zogenaamde Global Accounts die inmiddels zo'n 50% van de omzet genereren. Desalniettemin neemt de klantenconcentratie af, met andere woorden Teleperformance is steeds minder afhankelijk van de top 10 of top 50 klanten.

In de eerste helft van 2020 had ook Teleperformance last van de lockdownmaatregelen; in vele landen mochten werknemers niet naar hun werkplek. Een enorm project werd gelanceerd en daar waar eind 2019 zo'n 5.000 werknemers vanuit huis werkten, was dat aantal drie maanden later opgelopen tot maar liefst 155.000!

Er zijn echter twee negatieve, kortetermijnaspecten te benoemen. Ten eerste konden in maart, april en wellicht ook in mei niet alle klanten volledig bediend worden. Dat zal leiden tot een gelijkblijvende of heel licht dalende omzet in de eerste helft van het jaar.

Daarnaast leidt de omschakeling naar Work from Home (WFH) tot eenmalige kosten, met name door de aanschaf van computers en de aanscherping van databeschermingsprocedures. Dit zal op korte termijn de winstgevendheid drukken, maar leidt op langere termijn juist tot hogere bedrijfsmarges.

De afgelopen jaren groeide de omzet 6–10% autonoom, terwijl de winstgevendheid geleidelijk toenam. Wij verwachten, behoudens de impact van de lockdown, voor de komende jaren geen trendbreuk in de ontwikkeling van omzet en winstgevendheid.

Just Eat Takeaway.com is het moederbedrijf van Thuisbezorgd.nl in Nederland en soortgelijke 'eten bestel'-websites in ruim 20 andere landen.

In de meeste van deze landen zijn zij (verreweg) marktleider en verbinden zij 40 miljoen klanten en meer dan 155.000 restaurants met elkaar. Het bedrijf werd in 2000 opgericht door CEO en grootaandeelhouder Jitse Groen.

Het idee lijkt achteraf wellicht vanzelfsprekend, namelijk het verbinden van consumenten met (bezorg)restaurants, echter toen Groen zijn onderneming begon was internet uitsluitend via inbelverbinding beschikbaar. Het was daarom ook pas na een aantal lastige beginjaren dat de opkomst van breedbandinternet leidde tot het succes van het online bestellen van maaltijden. In eerste instantie via de website en inmiddels verreweg het vaakst via een steeds intelligentere app die bijvoorbeeld weet welke restaurants in de buurt open zijn, de bestel- en dieetvoorkeuren van de gebruiker kent en die het mogelijk maakt om contactloos te betalen.

De onderneming heeft zich in de loop der jaren ook geografisch flink uitgebreid, zowel organisch als door gerichte acquisities waarbij direct grote schaal wordt opgebouwd. De sector kent een sterk *'winner-takes-most'* karakter en daardoor loont het om kleinere spelers over te nemen om een dominant marktaandeel te verkrijgen en het marketingbudget effectiever in te kunnen zetten. Het *'netwerkeffect'* versterkt de marktpositie van de grootste speler, doordat vraag en aanbod elkaar daar steeds eenvoudiger vinden met een sneeuwbaaleffect van gebruikers en restaurants als gevolg.

Dat gebeurde bijvoorbeeld in december 2018 toen Takeaway.com de Duitse activiteiten van concurrent Delivery Hero overnam, waardoor de onderneming de winstgevendheid direct kon verhogen door het marketingbudget in dat land te rationaliseren. Verder is begin dit jaar is de overname van de van oorsprong Britse concurrent Just Eat afgerond, waardoor de onderneming een grote stap heeft gezet naar het creëren van een Europese kampioen op het gebied van eten bestellen en bezorgen.

Wij zijn van mening dat de strategische visie van Takeaway.com hier direct van waarde kan zijn om het marktaandeel van Just Eat in haar sterkste geografieën te verdedigen en uit te breiden.

Begin juni bracht de onderneming echter ook een bod uit op het Amerikaanse Grubhub dat in de vs een fors marktaandeel heeft, maar ook last heeft van een concurrentiële omgeving die heviger is dan men in Europa gewend is. Wij zijn hier vooralsnog minder enthousiast over omdat de technologische- en marketingsynergiën zeer beperkt zijn en omdat het concurrentiële veld relatief dichtbevolkt is met agressief gefinancierde – doch systematisch verlieslatende – concurrentie.

Wij voegden de positie Just Eat Takeaway medio maart toe op het hoogtepunt van de paniek in de financiële markten omtrent het coronavirus. Naar onze mening zou het bedrijf ondanks de koersdaling juist weerbaar zijn tijdens de coronacrisis door restaurants een manier te bieden om deels open te blijven en de beperkte capaciteit beter te benutten bij 'heropening' van hun zaken. De sterke groei van het aantal bestellingen van ruim 40% in april en mei, met eveneens een forse sequentiële toename van de groei, bevestigt deze aanname. Daarnaast boort het bedrijf versneld klantengroepen aan die anders mogelijk pas op termijn klant waren geworden. De blijvende gedragsverandering – namelijk online maaltijden bestellen, in plaats van door te bellen of zelf fysiek ophalen – is ook op langere termijn relevant.

Hoewel de onderneming aan de interne Juno filters voldoet, waaronder een dominante marktpositie en een voorspelbare groei, is het aantal grote overnames in korte tijd een reden tot voorzichtigheid over de toekomst van de onderneming en de weging in de portefeuille.

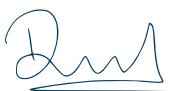
Vooruitzichten

Het tweede kwartaal stond natuurlijk grotendeels in het teken van de covid 19-pandemie. In grote delen van de wereld kwamen overheden en centrale banken met steunpakketten en maatregelen die een snel herstel van de economie moeten bewerkstelligen. Dat economieën wereldwijd onder druk staan is inmiddels overduidelijk. Werkloosheidscijfers lopen op en bestedingen lopen terug. Daarbij werden gedurende de lockdown zo'n beetje alle sectoren in alle landen getroffen.

De bedrijven in de portefeuille van het Juno Continuation Fund zijn slechts in zeer beperkte mate afhankelijk van economische omstandigheden en ontwikkelen zich daardoor erg voorspelbaar, maar ze zijn daarentegen niet immuun voor de lockdown-maatregelen. Veel van de bedrijven in portefeuille zien bij een versoepeling van deze maatregelen dan ook een snelle normalisering van hun activiteit. Dat werd ook de laatste weken bevestigd in gesprekken met managementteams.

Daar waar bij "onze" bedrijven sprake is van een snelle normalisering, lijkt dat vooralsnog niet geval voor veel andere bedrijven en sectoren. De berichtgeving daaromtrent geeft weinig reden tot enthousiasme. Het herstel op de financiële markten, oplopende koersen en afnemende volatiliteit van de afgelopen weken, lijkt te zijn ingegeven door een vertrouwen in een snel en breed herstel. Wij zijn van mening dat dit een wel heel enthousiaste aanname is en kiezen op dit moment voor meer voorzichtigheid, die tot uiting komt in een aanzienlijke cashpositie. Daarbij staan we klaar om deze aan te wenden, zodra de marktomstandigheden veranderen.

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
1 ^e kwartaal 2020 *	- 12%	- 25%	- 18%	- 0%
2 ^e kwartaal 2020	+ 15%	+ 17%	+ 17%	+ 2%
2020 *	+ 1%	- 12%	- 4%	- 1%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Logitech	Zwitserland
Temenos	Zwitserland
ICON	Ierland
Teleperformance	Frankrijk
Homeserve	Verenigd Koninkrijk

Verslag over het tweede kwartaal 2020.
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2020 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

