



JUNO
Continuation Fund

Verslag over het vierde kwartaal

Verslag over het vierde kwartaal 2020

Verslag over het vierde kwartaal 2020

Rendement Juno Continuation Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van € 110,15 per participatie. In de eerste twee maanden na de start van het fonds in februari, werden we geconfronteerd met de covid-correctie. Vanaf april zette het herstel in en uiteindelijk komt het rendement voor het jaar 2020 nu uit op +10,2%.

De index van Europese middelgrote ondernemingen steeg in dezelfde periode met +4,8%, gemeten aan de hand van de MSCI Europe Midcap index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) steeg in deze periode ook en wel met +7,5%.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Zoals u wellicht weet, hanteren wij bij de samenstelling van de portefeuille geen specifiek scenario. Met andere woorden, wij hebben geen macro-economische, politieke of andere 'top-down' overwegingen die leidend zijn bij de compositie van de portefeuille. Nog anders gezegd, we proberen de stand van de economie of 'de markt' niet te voorspellen.

De samenstelling van het fonds is een directe weerspiegeling van de overtuiging die we hebben in de voortgaande ontwikkeling van de individuele ondernemingen in de portefeuille. Uitgangspunt is dat we langetermijnaandeelhouder willen zijn in kwaliteitsbedrijven die (1) bovengemiddeld winstgevend zijn; (2) conservatief gefinancierd zijn en (3) een langdurige en voorspelbare groei laten zien.

Met name het aspect 'voorspelbaar' is notoir lastig, aangezien veel ondernemingen en bedrijfstakken afhankelijk blijken van factoren die ze zelf niet in de hand hebben.

Wij hebben dan ook een sterke voorkeur voor bedrijven die een product of dienst aanbieden waar klanten moeilijk zonder kunnen en die als gevolg daarvan een omzetontwikkeling kennen die slechts beperkt afhankelijk is van externe omstandigheden. Een bovengemiddelde winstgevendheid is een fijne uitgangspositie maar trekt vaak de aandacht van concurrenten en substituten; vandaar het belang om conservatief gefinancierd te zijn en continu te kunnen blijven investeren in het verdedigen en zo mogelijk verstevigen van de concurrentiepositie.

In die context was de start van het fonds in februari 2020 dan ook meteen een zware test: de coronapandemie was een onbekend fenomeen, werd niet vooraf aangekondigd en had een enorme impact op vele facetten van de economie en de samenleving.

Het kwaliteitsaspect van de bedrijven in portefeuille bleek verleden jaar in voldoende mate aanwezig en manifesteerde zich op verschillende manieren. **Teleperformance** kon snel en accuraat de omslag naar 'werk vanuit huis' maken en wist mede daarom een bovengemiddeld groot aantal nieuwe contracten te winnen met bedrijven en instanties die het contact met hun klanten en consumenten veilig wilden stellen. **Homeserve** ontzorgt consumenten door verzekeringen op reparaties aan huis aan te bieden. Het abonnementsmodel bleek wederom resistent en er werd flinke groei gerapporteerd in de belangrijke Noord Amerikaanse markt; **SimCorp** en **Temenos** leveren beide software aan financiële instanties. Hoewel het winnen van nieuwe contracten door de lockdownmaatregelen vertraging opliep, leidde het aanzienlijke gedeelte aan recurrente service- en onderhoudscontracten tot een slechts minimaal dalende omzet bij deze softwarebedrijven.

Sommige ondernemingen zagen als gevolg van de pandemie zelfs een versnelling in de vraag naar hun producten en diensten: **BioMérieux**, ontwikkelaar en leverancier van diagnostische testen, kreeg een extra impuls als gevolg van het coronavirus; als gevolg van de lockdown steeg de vraag naar de Gaming en Video-Conferencing producten van **Logitech** enorm, een tendens waar ook de audio-tak van **GN Store Nord** van profiteerde. Ook maaltijdbezorger **Just Eat Takeaway** zag een versnelling van de omzetgroei.

Hoewel de cijfers over het vierde kwartaal nog niet bekend zijn, lijkt het zeer aannemelijk dat de portefeuille over 2020 een onderliggende winstgroei van ruim boven de 10% laat zien. Daarmee lijkt 2020 opeens een 'normaal' jaar, waarin winstgroei en rendement in de pas lopen. Belangrijk is hierbij dat het rendement niet het gevolg is van opgelopen waarderingen, oftewel een voorschot op de toekomst, maar van solide fundamentele ontwikkelingen bij de bedrijven in de portefeuille.

Het Deense **GN Store Nord** ("GN") begon ruim 150 jaar geleden als telegrambedrijf. Na een aantal overnames en desinvesteringen te hebben gedaan richt het bedrijf zich vanaf 1977 op gehoorapparaten. In het jaar 2000 komen daar hoofdtelefoons bij. In 2019 realiseerde GN circa 1,7 miljard euro omzet, vrijwel gelijkmatig verdeeld over de zogenaamde 'Hearing' (hoortoestellen) en 'Audio' (hoofdtelefoons) divisies en genereerde het circa 200 miljoen euro nettowinst. GN is met beide divisies wereldwijd actief.

De gevolgen van de coronapandemie zorgden voor een divergente ontwikkeling van de beide divisies gedurende het afgelopen jaar. De Hearing-divisie had sterk te lijden onder de lockdownmaatregelen: de omzet daalde gedurende de eerste negen maanden van het jaar met 27%, hoewel de situatie gedurende het jaar wel aantrok.

In schril contrast met de hoorapparaten staat de bijzonder positieve ontwikkeling van de Audio-divisie. De omzet over de eerste negen maanden van het jaar groeide met maar liefst 42%. Des te meer indrukwekkend omdat dit op een bijzonder sterk 2019 volgde toen de onderneming een groei van 26% wist te realiseren.

GN Hearing

Over de afgelopen vijf jaar rapporteerde de Hearing-divisie circa 9% omzetgroei per jaar en eenzelfde toename in de operationele winstgroei. Die groei komt voort uit een aantal onderliggende trends, waarvan de voornaamste de verouderende samenleving is. Ook wordt groei gedreven door stijgende adoptie door relatief jonge mensen in ontwikkelde landen. Anderzijds is er de adoptie van gehoorapparaten in ontwikkelende landen, waar er nu nog een grote onder-penetratie heerst, ook nog bij zeer slechthorenden.

Tot slot is er sprake van een technologische cyclus waarbij oudere gehoorapparaten worden vervangen door duurder uitvoeringen met herlaadbare batterijen en met nieuwe functionaliteiten.

Op het gebied van geluidsverwerking denkt GN een grote stap te hebben gezet met de nieuwe *ReSound ONE* die afgelopen augustus werd gelanceerd. Dankzij de plaatsing van een additionele microfoon binnen het gehoorkanaal weet de ONE de richting van het geluid beter te plaatsen, ook in ruimtes en situaties waarbij er veel andere, storende geluidsbronnen aanwezig zijn. Daarnaast hebben zij vooruitgang weten te boeken op het grootste nadeel van herlaadbare gehoorapparaten: de relatief beperkte batterijduur van minder dan een volledige dag. Dankzij een betere efficiëntie gaat de batterij van de ONE ruim anderhalf keer zo lang mee als de voorgaande generatie oplaadbare gehoorapparaten.

GN Hearing heeft een wereldwijd marktaandeel van circa 20% en de markt wordt gedomineerd door een beperkt aantal wereldwijde spelers die vaak snel reageren op elkaars innovaties. GN onderscheidt zich van andere producenten door geen eigen winkels te onderhouden, met alle risico's die daarbij horen, maar juist door nauw samen te werken met zogenaamde onafhankelijke audiologen met slechts één of enkele winkels. In combinatie met een normaliserende situatie omtrent het coronavirus in de loop van 2021 moet het komende jaar er significant beter uit kunnen zien dan het afgelopen jaar.

GN Audio

Het beeld bij GN Audio is dit jaar veel rooskleuriger met een versnelling van de al sterke ontwikkeling van de afgelopen vier jaren toen de omzet jaarlijks met 18% groeide en de operationele winstgroei gemiddeld met 22% steeg. De Audio-divisie richt zich met het Jabra-merk op consumenten. Het grootste deel van de omzet in deze divisie wordt echter gegenereerd door zakelijke klanten, voor zowel kantoorgebruik als in callcenters. Met name het aantal hoofdtelefoons in het kantoorsegment nam de afgelopen jaren sterk toe dankzij de opkomst van IP-telefonie waarbij de PC en een hoofdtelefoon de traditionele telefoon vervangen.

Deze trend is uiteraard nog verder versterkt door de opkomst van videobellen en door de toename van kantoorwerkers die noodgedwongen vanuit huis zijn gaan werken. Daarvoor bestond echter al de trend om te werken in flexibele werkopstellingen met zogenoemde open-vloer concepten. Comfortabele 'over ear' hoofdtelefoons, die geschikt zijn om een aantal uur achter elkaar te dragen, worden daarom ook veelal gebruikt om een eigen ruimte te creëren en ongewenst geluid en afleiding door collega's te minimaliseren.

Hoewel een deel van de thuiswerkers in de toekomst (al dan niet in deeltijd) weer vanuit kantoor zal werken, lijkt er sprake te zijn van een permanente verandering met meer ruimte voor thuiswerken, werken in deeltijd en samenwerken op afstand. Een deel van de groei in 2020 kan worden aangeduid als exceptioneel gezien de pandemie, maar desalniettemin is de onderliggende markt ook permanent groter geworden, waardoor er nog voldoende ruimte bestaat om ook in de komende jaren verder te groeien.

GN kenmerkt zich door een duidelijke strategie die consequent wordt doorgevoerd, ook in 2020. De winstgevendheid is ruim bovengemiddeld en de schuldenlast is laag. Daarnaast genereert de onderneming flinke hoeveelheden overvloedige cash, welke worden geïnvesteerd in R&D en eventueel in de aankoop van eigen aandelen. Wij verwachten dat GN haar winst per aandeel de komende jaren met meer dan 10% per jaar weet te doen groeien, waarbij de groeivoet in 2021 bovengemiddeld kan zijn. GN is sinds lancering van het Juno Continuation Fund onderdeel van de portefeuille.

Vooruitzichten

De aankondigingen betreffende de goedkeuring van verschillende covid-19 vaccins leidden in november tot euforie op financiële markten wereldwijd. Beleggers lijken enerzijds optimistisch over het economisch herstel en worden anderzijds geconfronteerd met lage, zo niet negatieve rentevoeten. Belangrijke beursindices wereldwijd bereikten in het vierde kwartaal van 2020 hun hoogste stand in jaren, in sommige gevallen zelfs hun hoogste stand ooit.

Het Juno Continuation Fund bereikte in december ook de hoogste stand in het jonge bestaan. Echter, waar het fonds in de eerste 10 maanden van het jaar een duidelijke voorsprong op de relevante benchmarks wist op te bouwen, werd een gedeelte van deze voorsprong in de laatste twee maanden van het jaar weer teniet gedaan. Tijdens deze rotatie van kwaliteitsbedrijven naar meer cyclische sectoren in het vierde kwartaal hebben we van koerszwaktes geprofiteerd om enkele posities in het fonds uit te bouwen en zo onze cashpositie te reduceren.

Zoals zo vaak, zijn er ook nu meerdere bekende én onbekende factoren die onzekerheid met zich meebrengen. Hoe lang de schaduw van de coronapandemie blijkt te zijn, is bijvoorbeeld vooralsnog onbekend. Dat geldt ook voor de snelheid en de mate van het uiteindelijke herstel.

Het is niet onze strategie om tijdelijk een uitstap te maken naar sectoren of bedrijven die wellicht meer zullen profiteren van een economisch herstel. Onze aandacht blijft volledig uitgaan naar voorspelbare ontwikkelingen bij de individuele ondernemingen. Het eerste jaar van het Continuation Fund heeft ons gesterkt in de overtuiging dat de combinatie kwaliteit en groei tot solide resultaten leidt.

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%	- 3%
2 ^e kwartaal 2020	+ 15%	+ 17%	+ 17%	+ 2%
3 ^e kwartaal 2020	+ 7%	+ 5%	- 2%	+ 1%
4 ^e kwartaal 2020	+ 2%	+ 14%	+ 14%	+ 2%
2020 *	+ 10%	+ 5%	+ 8%	+ 1%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
SimCorp	Denemarken
Soitec	Frankrijk
Logitech	Zwitserland
ICON	Ierland

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 vierde kwartaal 2020.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2021 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

