



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

## Verslag over het eerste kwartaal 2022

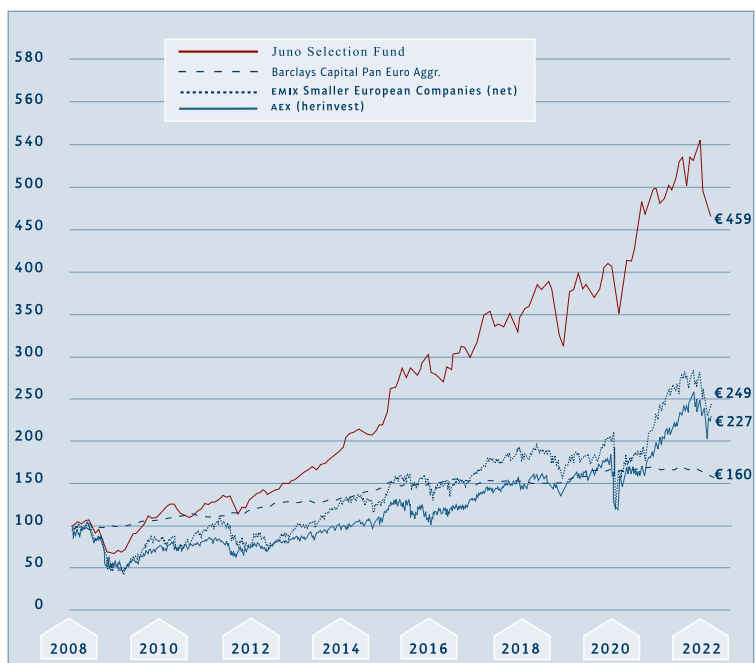


## Verslag over het eerste kwartaal 2022

### Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van € 459,02 per participatie. Na de eerste drie maanden van dit jaar komt het rendement uit op een teleurstellende -15,6%.

De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de EMIX Smaller European Companies Index, daalde ook in de afgelopen drie maanden, met -10,5%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) noteerde een daling van -9,0%.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Nadat onze selectie bedrijven in het pandemiejaar 2020 positief verraste met een winstgroei van 10%, konden we in 2021 een groei in de winststroom optekenen van 21%. Over die twee jaar werd deze totale winststijging van cumulatief ca. 30%, met een nagenoeg gelijke koersstijging in het Juno Selection Fund van 30% beloond. Het jaar 2022 begon in mineur, waarbij de realisatie inzette dat de waargenomen inflatie waarschijnlijk een structureel karakter heeft. Dit leidde tot een onmiddellijk ingrijpen in het lage rentebeleid van de centrale banken. Daar hebben ook de koersen van onze bedrijven last van gehad, maar dat zegt gelukkig helemaal niets over hun almaar stijgende winsten en operationele voortgang.

Zeker, ook de sterke (familie)bedrijven waarin we voor u mogen investeren kennen hun uitdagingen met stijgende inputprijzen, looneisen en transportproblemen. Maar het weerhoudt hen er niet van ook voor 2022 en de jaren erna, de verwachting uit te spreken voor aanhoudende winstgroei van gemiddeld 10-15%. Met nagenoeg geen schulden (en dus geen problemen bij stijgende renteniveaus), ruime vrije kasstromen en een zeer lage kapitaalintensiviteit, zijn zij als geen ander in staat ook in een hogere inflatoire omgeving te floreren. Dat daarbij hun beurskoersen niet altijd in een strakke lijn mee oplopen met die aantrekkelijke winstgroei, nemen we voor lief.

Eén van de bedrijven in de portefeuille die zowel in 2020 als in 2021 een succesvolle periode kende, is het Zwitserse **Bachem**. De specialistische producent van farmaceutische ingrediënten behaalde in 2020 een omzetstijging van 28%, gevolgd door 25% vorig jaar. Zo kon het haar 50-jarig bestaan kleur geven door in 2021 voor het eerst een jaaromzet te behalen van meer dan CHF 500 miljoen. Deze omzetgroei werd gerealiseerd door diverse goedkeuringen de afgelopen jaren van nieuwe geneesmiddelen die op peptiden zijn gebaseerd. Peptiden zijn het actieve bestanddeel van een klasse geneesmiddelen die steeds belangrijker wordt en waar Bachem op productiegebied de absolute marktleider is. Ook heeft Bachem sinds 2019 succesvol haar intrede in de eveneens veelbelovende oligonucleotiden-markt gemaakt.

Het bedrijf verwacht met deze productgroep al volgend jaar CHF 100 miljoen omzet te overstijgen. Deze hoge groei werd mogelijk gemaakt door grootschalige capaciteitsuitbreidingen in de afgelopen jaren. In 2020 gaf het bedrijf hier CHF 76,4 miljoen aan uit, in 2021 zelfs CHF 130,7 miljoen. Ook werd in 2020 een extra ploegendienst toegevoegd om aan de sterk gestegen vraag te kunnen voldoen. Gebruikmakende van de operationele leverage die dat creëerde, werd toen een indrukwekkende margestijging mogelijk gemaakt. Sinds 2019 steeg de operationele marge met ruim zes procent, waarbij de nettowinst van het bedrijf sindsdien meer dan verdubbeld is.

Het succes van Bachem werd ook door beleggers opgemerkt en de koersstijging van 170% over de afgelopen twee jaar heeft een significante positieve bijdrage geleverd aan het rendement van het Juno Selection Fund. De waardering van het bedrijf liep echter dusdanig op, dat Juno gedurende 2021 besloot haar positie grotendeels af te bouwen. Onze investeringshorizon is ten minste vijf jaar en we werden tegen deze sterk opgelopen waarderingen niet langer afdoende beloond voor de risico's die investeren in Bachem geeft. De hoge waardering noopte ook het management van Bachem tot actie. Er werd besloten om de ambitieuze plannen tot verdere uitbreiding te bekostigen met nieuw uit te geven aandelen ter waarde van bijna CHF 600 miljoen. Dit bekende een verwatering voor de zittende aandeelhouders omdat het aantal aandelen met 5% toenam. Het was tekenend dat grootaandeelhouder Peter Grogg besloot (net als Juno overigens) niet te participeren in de aandelenuitgifte tegen die hoge koers, en zijn belang daardoor ook enigszins zag verwateren tot 58,4%.

De recent aangekondigde groeivoorzichten voor 2022 zijn iets bescheidener ten opzichte van de bovenmaatse groei van 2020 en 2021. De daardoor veroorzaakte koerszwakte biedt ons wellicht kansen om het in het najaar van 2021 gereduceerde belang, over enige tijd weer wat te gaan opbouwen. Immers, de langetermijnambities zijn onverminderd positief. Bachem ambiert in 2026 een jaarmzet van CHF 1 miljard te overstijgen en om dat te bereiken zullen ruim CHF 600 miljoen aan investeringen worden gedaan. Het geld voor al die plannen staat al lang en breed op de bank.

In mei brengen wij opnieuw een bezoek aan Bubendorf om het bedrijf te bezoeken, iets wat door de pandemie langere tijd niet mogelijk is geweest. Hopelijk kunnen we op locatie de vooruitgang van de capaciteitsuitbreiding en de gedachten van het management goed peilen.

**Technogym**, de Italiaanse producent van hoogwaardige fitnessapparatuur, heeft door de pandemie een tumultueuze twee jaren achter de rug. Door lockdowns en reisbeperkingen lagen de twee belangrijkste klantengroepen van het bedrijf, fitnessclubs en hotels langere tijden stil. Gezien de onzekerheid van de lockdowns leek het ons niet waarschijnlijk dat opening en inrichting van nieuwe clubs en hotels snel op het oude niveau van 2019 zou terugkomen. Technogym is voor een deel van haar omzet van deze nieuwe openingen afhankelijk. Om deze reden hebben wij in het voorjaar van 2020 onze positie geheel afgebouwd.

Toch kwam het bedrijf de crisis beter door dan verwacht. Door de sluiting van fitnessclubs kreeg het thuisfitness-segment een stevige vraagstimulans. Sportbankjes, gewichten en hometrainers waren langere tijd overal uitverkocht. Peloton, een bekende Amerikaanse concurrent op het gebied van thuisfietsen die, gekoppeld aan een beeldscherm, sportklassen streamen, rapporteerde door de lockdowns dusdanig goede resultaten dat het op een gegeven moment meer dan USD 50 miljard waard was op de beurs. Ook Technogym wist van deze trend te profiteren. Productontwikkeling en innovatie zit in het DNA van het bedrijf. Thuisfitness was pre-pandemie geen grote prioriteit voor Technogym, maar het bracht vrij snel in 2020 een nieuwe serie *high-end* producten voor consumenten thuis uit. Met streamplatform Technogym Live zette het bedrijf bovendien een directe concurrent voor Peloton in de markt. Ook werkte het samen met modemerken Christian Dior voor extra luxueuze versies van bepaalde thuisproducten. Door het succes van deze producten kon Technogym de schade in 2020 nog enigszins beperken tot een omzetsdaling van -24%.

In 2021 heropenden bijna overal de fitnessclubs en daarmee zag dit segment een gezond herstel. Uiteraard stagneerde met de heropening van de clubs de groei die eerder was gestimuleerd in thuisproducten.

Technogym kwam in 2021 op een omzetgroei van 20% uit. Qua winstgevendheid is het bedrijf met een gerapporteerde operationele marge van 10,5% nog ver weg van de 16,1% die 2019 behaald werd. Mede door inflatoire druk laat een zeer snel margeherstel vooralsnog even op zich wachten. Per 1 januari heeft Technogym de prijzen van haar producten al wel met gemiddeld 13% verhoogd, hetgeen het margeherstel voor 2022 zou moeten helpen.

CEO en oprichter Nerio Alessandri is ervan overtuigd dat post-pandemie het 'wellness' concept dat het bedrijf uitdraagt nog belangrijker zal worden. Met 'wellness' wordt bedoeld dat de fysieke en mentale gezondheid van de mens hand in hand gaan en essentieel zijn voor een kwalitatief hoogstaand leven. Alessandri verwacht dat mens, bedrijf en samenleving nog meer zullen investeren in fysieke gezondheid en dus in fitness. Veel clubs zien dan ook nu al hogere ledenactiviteit dan pre-pandemie en de verwachting is dat de penetratie van fitnessabonnementen de komende jaren verder zal toenemen. Ook maken steeds meer bedrijven werk van de gezondheid en wellness van haar medewerkers. Daartoe wordt geïnvesteerd in onder meer fitnessapparatuur om binnen het bedrijf medewerkers tot een gezonde(re) levensstijl te stimuleren.

Daarnaast verwachten we dat Technogym in de huidige omstandigheden in staat zou moeten zijn om haar marktaandeel in thuismarkt Europa verder uit te breiden. Het bedrijf deed in de eerste maanden van 2022 al enkele belangrijke productintroductions zoals de Technogym Ride, een *high-end* fiets, en een nieuwe lijn apparatuur voor krachttraining. Daarnaast hebben concurrenten, die veelal goedkoper geprijsde toestellen in Azië produceren, het lastig door de fors toegenomen kosten voor containertransport, welke in sommige gevallen zelfs 10x hoger zijn dan twee jaar geleden. Dit maakt de duurdere, in Italië en Slowakije geproduceerde, premium toestellen van Technogym relatief een stuk aantrekkelijker.

Met een koersniveau dat op zijn laagste niveau in vijf jaar tijd staat en verdere omzet en winstherstel in het vooruitschiet zagen wij kans dit prachtige Italiaanse familiebedrijf weer voorzichtig in de portefeuille op te nemen.



## Vooruitzichten

Overtollige spaartegoeden, ultra lage rente en bevoorradingssystemen die niet klaar bleken voor de vraagexplosie na de pandemie, creëerden tezamen een enorm prijsopdrijvend effect. Daar komt de oorlog in de Oekraïne bovenop, die ook voor fossiele brandstoffen en agrarische producten in korte tijd een grote inflatoire impuls geven die we sinds de oliecrisis van de jaren '70 niet meer hebben gezien. Om de geest enigszins terug in de fles te krijgen, zien we centrale banken die versneld de rente trachten op te trekken en geschrokken beleggers die gehaast uit obligaties stappen.

Deze inflatie zorgt voor een sterk verlies aan koopkracht bij consumenten en we zien grote delen van de economie waarbinnen bedrijven niet in staat zijn de rap gestegen kosten (direct) door te rekenen. Dat heeft de groei-euforie van de post-covid periode radicaal veranderd en de vraag is of we in een recessie belanden.

Juist in deze tijd bieden de bedrijven in het Juno Selection Fund de zekerheid van een voorspelbare kasstroom en een zeer lage schuldenlast. Ze verkopen producten en diensten waar hun klanten grote behoefte aan hebben: niet *'nice to have'* maar *'need to have'*. Daardoor zijn ze bijna altijd in staat om gestegen kosten door te berekenen. Deze *'pricing power'* is al jaar en dag een essentieel criterium bij de door ons geselecteerde bedrijven en doet zich in de huidige markt meer gelden dan ooit. We kunnen hierdoor een zeer aannemelijk groeipad van de winst van een onderneming uitstippelen en op basis daarvan bepalen wat we bereid zijn daarvoor te betalen. We zien daardoor nu een combinatie van aanhoudend sterke winstgroei in de gebruikelijke 10-15% bandbreedte, met duidelijk meer aantrekkelijke prijzen voor die winststroom en dat stemt voorzichtig positief.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyll

## 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%	+ 11%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 3%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	0%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
2019	+ 34%	+ 29%	+ 28%	+ 7%
2020	+ 21%	+ 7%	+ 5%	+ 4%
2021	+ 9%	+ 23%	+ 30%	- 2%
1e kwartaal 2022	- 16%	- 11%	- 9%	- 6%
2022	- 16%	- 11%	- 9%	- 6%
<b>Sinds start *</b>	<b>+359%</b>	<b>+149%</b>	<b>+127%</b>	<b>+ 58%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	<b>+11,3%</b>	<b>+6,6%</b>	<b>+ 5,9%</b>	<b>+ 3,3%</b>

### Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
Stratec Biomedical	Duitsland
Melexis	België
Soitec	Frankrijk
SimCorp	Denemarken



## 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 eerste kwartaal 2022.

vormgeving René de Haan, [renedehaan.net](http://renedehaan.net)

Dit rapport is in april 2022 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](http://www.juno-invest.com)

