



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het vierde kwartaal

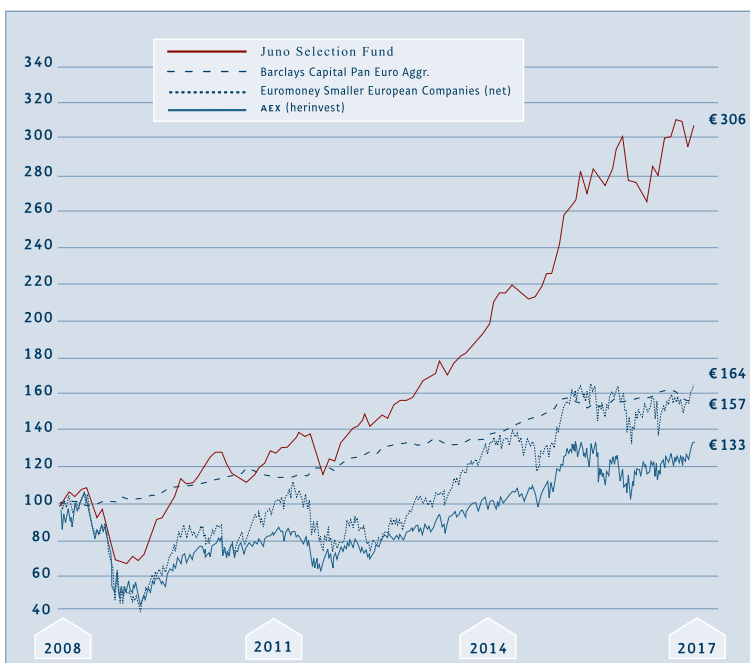
## Verslag over het vierde kwartaal 2016

## Verslag over het vierde kwartaal 2016

### Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 306,42** per participatie. Hoewel de koers gedurende het laatste kwartaal met 1,0% afnam, toonde het gehele jaar 2016 een licht positief rendement van 1,8%.

Sinds de verkiezing van Trump, zagen we een sterke aandelenmarkt. Daarbij werden voornamelijk aandelen uit cyclische sectoren en financiële waarden gezocht. Hierdoor steeg de Euromoney Smaller Companies Index (net) met 4,3% in het vierde kwartaal. Deze index toonde een jaarrendement van 2,3%. De Nederlandse AEX index (inclusief dividend) steeg in het vierde kwartaal met 7,2% en toont een positief rendement van 13,1% over het hele jaar.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Misschien was het kenmerkendste aan ons bezoek aan **Sartorius** afgelopen november wel dat we de parkeerplaats niet meer wisten te vinden. Die plek werd nu ingenomen door vier gloednieuwe gebouwen. Parkeren konden we in een nieuwe parkeergarage aan de overkant van de weg. Het nieuwbouwproject is het resultaat van een investeringsprogramma dat is ingezet in 2014 en dat zal lopen tot en met 2020. Sartorius zal tot die tijd jaarlijks tussen de 110 en 140 miljoen euro investeren in gebouwen, apparatuur en machines om aan de grote vraag (>10% per jaar) naar haar producten te kunnen voldoen. Tevens werden oudere gebouwen in de binnenstad van Göttingen verkocht en het personeel verplaatst naar moderne gebouwen op één centrale plek.

Binnen Sartorius blijft de Bioprocess Solutions (BPS) divisie het hardst groeien. De toenemende marktvraag komt voort uit de switch door farmaceuten van multi-use naar single-use apparatuur, de introductie van nieuwe medicijnen en de opkomst van biosimilars. Sartorius heeft alle producten die benodigd zijn in de stappen om een medicijn op basis van een proteïne te produceren. Echter, General Electric ('GE') heeft bij de processtap 'purificatie' nog een groot concurrentievoordeel: chromatografie technologie. Het grootste gedeelte van de R&D uitgaven die Sartorius doet binnen BPS, is er nu op gericht om de positie van GE verder te kunnen aanvullen binnen purificatie. De komende jaren verwachten wij dan ook nieuws op dit vlak.

De groei in de Lab Product & Services divisie (LPS) trok in 2016 aan. De reorganisatie uit 2014 begint nu haar vruchten af te werpen. Wel denken we dat Sartorius nog wat schaal mist in Noord Amerika en dat ze daar op zoek is naar een overname. Vanwege de lage rente en een goed gevulde portemonnee van diverse private equity partijen, heeft Sartorius nog niets kunnen vinden voor de juiste prijs. Er werden in 2016 enkel twee kleinere overnames voor de LPS divisie gedaan. Mede door deze overnames heeft Sartorius betere toegang gekregen tot onderzoekslaboratoria, plekken waar ook al veel apparatuur van de BPS divisie aanwezig is.

Met een omzetgroei in 2016 van 16–18% en met een winstgroei van 22–25% heeft Sartorius een heel goed jaar achter de rug. Deze groei moeten we echter niet extrapoleren omdat 2015 en 2016 werden geholpen doordat haar klanten relatief veel nieuwe medicijnen introduceerden en er een flinke opbouw van biosimilar capaciteit in Azië was. Wel denken we dat de jaarlijkse winstgroei ongeveer 15% zal kunnen blijven bedragen.

Tijdens ons gesprek met de Financieel Directeur van **Salvatore Ferragamo** in april 2016, werd al duidelijk dat er enkele grote personele en organisatorische veranderingen binnen de groep op stapel stonden. Na jaren van grote investeringen in nieuwe winkels in nieuwe regio's, werd het volgens Ernesto Greco tijd voor een nieuwe fase; een optimalisering van de productieketen, een verbeterd assortiment en een grotere focus op merchandising, resulterend in een groei in de omzet en hogere winstgevendheid van de bestaande winkels.

De familie Ferragamo heeft zorgvuldig overwogen welke management-capaciteiten bij deze nieuwe uitdagingen passen. In lijn met het sinds langere tijd uitgestippelde successieplan, werd er daarom recent een nieuwe CEO benoemd. Michele Norsa die sinds 2006 de investeringsfase, de beursgang (2011) en de groei van de afgelopen jaren aanstuurde, maakt nu plaats voor Eraldo Poletto. Poletto werkte daarvoor bij het eveneens Italiaanse familiebedrijf, Furla, waar hij een opmerkelijke groei tot 415 winkels en een omzetverdubbeling sinds 2010 behaalde. In februari ontmoeten we Poletto om over zijn plannen voor de komende jaren te spreken.

Opmerkelijk is verder dat voor het eerst sinds het overlijden van oprichter Salvatore Ferragamo, een hoofdontwerper is aangesteld voor het schoenensegment. Paul Andrew, die een grote staat van dienst heeft bij onder meer Dior en Gucci, werd in september benoemd. Naast hem ook nog twee andere ontwerpers, Rigoni en Meilland, voor respectievelijk de Ferragamo damesmode en herenlijnen. Zij brengen ervaring mee van Lanvin, YSL en Jill Sander.

Eind 2016 werd bekend dat de resterende 20% van de activiteiten van Ferragamo in Korea, Singapore, Maleisie en Taiwan werd teruggekocht van partner Trinity Ltd.. Deze vier landen vertegenwoordigden in 2015 een winst van 7.4 miljoen USD en zijn nu 100% eigendom van Ferragamo geworden. De overname is eenvoudig uit de cashreserves te bekostigen. De aankoop draagt direct bij tot de winstgroei, gezien de aantrekkelijke koers-winstverhouding van circa elf keer de netto winst. Er was nog meer goed nieuws, want er werd overeenstemming bereikt met de fiscus om te kwalificeren voor het nieuwe Patent Box Tax-regime. Concreet denken we dat dit een significante belastingbesparing van naar schatting 10-15 miljoen per jaar gaat opleveren. Juno heeft in december de positie in Ferragamo verder uitgebreid.

Het Zwitserse ingenieursbureau voor positionerings- en communicatiechips en modules, **u-blox**, houdt een gemengd gevoel over aan 2016. Puur afgaande op de financiële resultaten viel 2016 tegen. Naar eigen verwachting van het bedrijf komt de omzetsgroei neer op ongeveer 12%. Een stuk minder dan de 23% en 25% toename die werd behaald in de jaren 2014 en 2015.

Met haar expertise op het gebied van positiebepaling blijft u-blox verbazen. Medio 2016 werd haar nieuwe product NEO-M8P alom geroemd vanwege de lage prijs en extreem hoge (0.5cm) accuresse. Een belangrijk product voor bijvoorbeeld de sterk groeiende markt van autonome voertuigen en drones. Bedrijfsmatig heeft u-blox het afgelopen jaar toch vooral een belangrijke mijlpaal weten te behalen in een ander bedrijfssegment. In september lanceerde u-blox namelijk haar eerste zelf ontwikkelde communicatiechip. Deze chip is de eerste 4G chip in de markt speciaal ontworpen voor het zogenoemde Internet-of-things (IoT). Met IoT wordt het netwerk van slimme apparaten bedoeld, waarvan de plaats kan worden bepaald en waarmee kan worden gecommuniceerd. Voorbeelden van dit soort slimme apparaten zijn o.a. eCall systemen in auto's die bij een ongeval hulp ter plekke kunnen oproepen, containers die hun locatie te allen tijde communiceren of prullenbakken die de gemeente signaleren wanneer ze geleegd moeten worden.

Deze apparaten maken heel anders gebruik van het mobiele telefoonnetwerk dan smartphones. Allereerst nemen deze apparaten genoegen met weinig bandbreedte. Ze versturen namelijk slechts zeer kleine pakketjes aan informatie. Daarbij is zuinig elektriciteitsverbruik van de chip cruciaal. De apparaten moeten jaren op een batterij kunnen functioneren. De nieuwe uBX-R3 chip is speciaal door u-blox ontworpen om aan deze unieke functionele eisen te voldoen.

Kenmerkend voor Juno bedrijven is dat ze bereid zijn te investeren voor de lange termijn. U-blox heeft de ontwikkeling van de eigen 4G chip reeds in 2012 ingezet en de toenemende vraag naar communicatiechips door de opkomst van IoT goed gezien. Meerjarige product ontwikkelingstrajecten als deze, brengen echter wel enkele onzekerheden vanuit het perspectief van de investeerder met zich mee. Zo heeft u-blox deze eigen 4G chip twee jaar later gelanceerd dan verwacht. Het management van het bedrijf had de wereldwijde uitrol van 4G netwerken, waar haar chip van afhankelijk is, aanvankelijk te optimistisch ingeschat.

Bovendien heeft u-blox de aanzienlijke kosten voor de ontwikkeling op haar balans geactiveerd als immateriele activa. Dit is conform IFRS-boekhoudregels, die voorschrijven dat de kosten pas worden genomen als de desbetreffende producten daadwerkelijk omzet genereren. De post 'gecapitaliseerde ontwikkelingskosten' is inmiddels flink opgelopen. Nu de verkoop van het product is begonnen, zullen de afschrijvingen op deze post op korte termijn de hoge winstmarge op dit nieuwe product drukken.

Ondanks de uitdagingen met de 4G chip, behouden wij veel vertrouwen in het bedrijf. De strategische keuzes van vijf jaar geleden hebben u-blox voor de komende jaren een belangrijk competitief voordeel in de markt van communicatiechips opgeleverd. De vraag van de 6000 u-blox klanten, met hun snel groeiende hoeveelheid nieuwe applicaties, zal sterk toenemen. Het daarbij vergaarde intellectueel eigendom en ontwikkelingscompetenties vormen een uitstekende basis voor de volgende generatie u-blox producten.

## Vooruitzichten

Er is geen reden om aan te nemen dat de Europese renteniveaus significant zullen gaan stijgen. Hoewel recent de inflatiecijfers wat oplopen, wordt dat vooral veroorzaakt door de stijging in de prijs van olie en voeding. Zolang de kerninflatie niet daadwerkelijk oploopt tot niveaus van boven de 2-3%, blijft het onze verwachting dat de rente laag blijft in de komende jaren. En zelfs als zou de rente oplopen met bijvoorbeeld een factor twaalf tot 3% (de huidige 10 jaars Duitse obligatie rente is 0.25%), dan zijn de actuele waarderingen voor aandelen niet onredelijk. We zien daarom geen reden om ons zorgen te maken over de waarderingsniveaus van aandelenmarkten.

Opnieuw zijn de beursgenoteerde bedrijven in Europa er niet in geslaagd de optimistische winstgroei scenario's van een jaar geleden te realiseren. Energie-, mijn- en staalbedrijven en financiële dienstverleners drukten op de Europese bedrijfswinsten, waardoor er in 2016 slechts een magere 2% winstgroei kon worden geboekt. Die 2% winstgroei was in lijn met de koersontwikkeling van Europese beurzen en dus liepen waarderingen niet verder op. Voor 2017 verwachten de immer euforische beurscommentatoren een winstgroei van 'minstens 7%'. Zonder verder dalende rente om goedkoop te herfinancieren en zonder de mogelijke steun in de rug van een sterke dollar, lijkt ons dat een hele uitdaging.

Tegen een winstgroei van 2% voor de Europese markt als geheel, konden de deelnemingen in het Juno Selection Fund een winsttoename van (naar verwachting) 12% rapporteren. Aangezien de koers van het fonds slechts met 2% steeg in 2016, werd de portefeuille 10% goedkoper gedurende het jaar. Tel daarbij op het vooruitzicht voor een voorspelbare gezonde 10-15% winstgroei voor 2017, en u zult begrijpen waarom we aanhoudend positief zijn voor het komende jaar, en de langere termijn.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,

Frans Jurgens



Lennart Smits





## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	Euromoney 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%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2016	- 10%	- 6%	+ 0%	+ 2%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2016	+ 3%	- 4%	+ 1%	+ 2%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2016	+ 11%	+ 9%	+ 5%	+ 1%
4 <sup>e</sup> kwartaal 2016	- 1	+ 4%	+ 7%	- 2%
	- - -	- - -	- - -	- - -
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
<b>Sinds start *</b>	<b>+206%</b>	<b>+ 64%</b>	<b>+ 33%</b>	<b>+ 56%</b>

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Dialog Semi	Verenigd Koninkrijk
Sartorius	Duitsland
Grenke	Duitsland
u-blox	Zwitserland

Verslag over het vierde kwartaal 2016.

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

Dit rapport is in januari 2017 uitgegeven  
door Juno Investment Partners,  
beheerder van het Juno Selection Fund.

Villa Maarheeze  
Rijksstraatweg 675,  
2245 CB, Wassenaar, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247  
[www.juno-invest.com](http://www.juno-invest.com)