

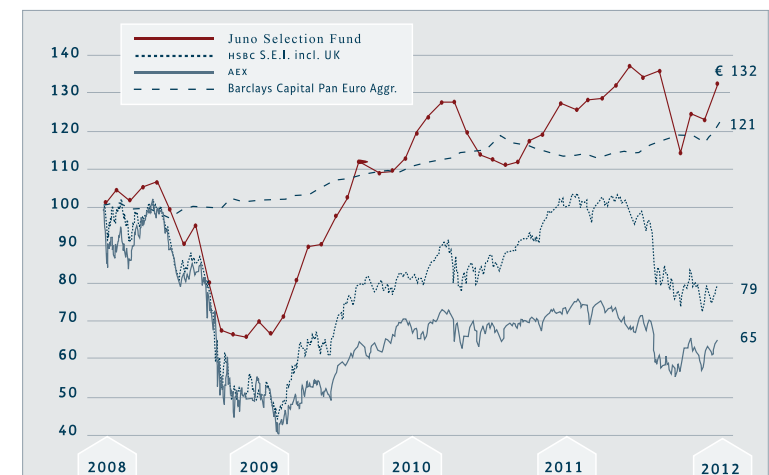
Verslag over het vierde kwartaal 2011

Verslag over het vierde kwartaal 2011

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december 2011, hebben we afgesloten met een koers van **€ 131,68** per participatie. Een stijging van +14.6% ten opzichte van het derde kwartaal en +2,8% voor het hele jaar 2011. De correctie in de beurskoersen in de maand augustus, konden we in het vierde kwartaal voor het Juno Selection Fund dus bijna geheel weer goedmaken. Maar dat gold niet voor de aandelenindices, die over het hele jaar aanzienlijke dalingen toonden. De AEX index daalde met -12% en de HSBC Smaller European Companies Index -21%.

Juno verslaat in 2011 niet enkel de indices met een aanzienlijke marge, maar tevens weer alle vergelijkbare Europese aandelenfondsen die door Morningstar.nl en Lipper Fund Screener worden gevolgd en gerangschikt. Juno blijft bovendien het enige Nederlandse fonds in haar categorie met de hoogste rating (5 sterren). Zowel op één-, als op drie-jaarsbasis, handhaaft het Juno Selection Fund haar positie als best presterende fonds in haar categorie in heel Europa.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Toen het **Zweedse orc Group** begin 2010 het eveneens Zweedse Neonet overnam, kon het niet vermoeden hoe zeer de aandelen-handelsvolumes in Europa onder druk zouden komen te staan. Achteraf bezien, bleek deze overname wellicht wel een maatje te groot voor orc.

De timing van onze aankoop in orc was ongelukkig: twee dagen voor de acquisitie van Neonet. Gedurende 2011 was orc het slechtst presterende aandeel in de Juno portefeuille. Dit ondanks het feit dat orc aanzienlijke vrije kasstromen bleef generen en de integratie van Neonet nu nagenoeg compleet is. Het lijkt er echter op dat we niet hoeven te wachten om te bezien of Neonet toch nog een succes gaat worden: er ligt een overnamebod op alle aandelen van orc. We zullen in januari besluiten of we tegen de prijs van SEK 86 onze stukken zullen aanbieden.

Al geruime tijd volgen we het Duitse **Stratec Biomedical** ('Stratec'). Het ontwerpt en assembleert complexe diagnostische apparatuur in het niche segment van automatische in-vitro analysesystemen. Stratec machines onderzoeken het menselijk bloed. Er geldt bovendien een zeer strenge internationale regelgeving voor de ontwikkeling en bouw van deze machines, waardoor de *barriers to entry* zeer hoog zijn.

Moderne laboratoria en onderzoeksbureaus hechten veel waarde aan veiligheid en betrouwbaarheid bij het gebruik van diagnostische systemen. Daarbij valt op dat menselijke interventies in toenemende mate worden vervangen door machinale. Niet alleen de analyse, maar ook de verwerking van resultaten worden steeds vaker door machines en software uitgevoerd. Dit verkleint de kans op fouten en reduceert ook de kosten nog eens aanzienlijk.

Stratec richt zich op een relatief klein aantal leveranciers van medische apparatuur, zoals Novartis Diagnostics, Abbott Labs en Siemens. Voor hen is het ontwikkelen van toepassingen voor deze niche een te specialistische en te dure activiteit.

Zij besteden daarom de ontwikkeling en assemblage uit aan Stratec en richten zichzelf uitsluitend op de verkoop.

Toegang tot de Amerikaanse markt werd in 2010 veiliggesteld door de acquisitie van Ballista in Californië. Hiermee krijgt Stratec de mogelijkheid deze belangrijke markt eenvoudiger te betreden. Met Ballista kan het een betere invulling geven aan de eisen van de FDA-regelgeving en ook haar Amerikaanse klanten vanuit een lokale organisatie gaan bedienen.

Zoals zo vaak bij deelnemingen van Juno, is ook hier de oprichter nog grootaandeelhouder: Herman Leistner bezit 43% van de uitstaande aandelen van het bedrijf dat hij in 1979 opstartte en in 1998 naar de beurs bracht.

De ontwikkeling van het werkkapitaal baarde ons in het verleden wel wat zorgen. We hebben er echter vertrouwen in dat dit probleem in 2011 door het management serieus is aangepakt, waardoor er een acceleratie in de (vrije) kasstroom kan gaan plaatsvinden. Stratec behaalt in 2011 een omzet van rond de €120 Miljoen en een netto winst van naar verwachting €16 Miljoen. We denken dat de groei voor de komende jaren ten minste 15% per jaar kan bedragen.

Ook nieuw in de portefeuille dit kwartaal is het Deense **Thrane & Thrane** ('Thrane'). Met een marktaandeel van 80% is het de belangrijkste speler voor satelliet communicatieapparatuur voor de maritieme sector. Daarnaast heeft Thrane een sterke positie in de markt voor mobiele satellietontvangers op het land en voor kleinere vliegtuigen. Thrane werkt vooral met hun antennes en terminals die zijn ingericht om op de zogenaamde L-band (frequentie 1-2Ghz) te communiceren met de drie satellieten van het Engelse Inmarsat. Deze bieden wereldwijde dekking. De vergelijking is te maken met de telefoniemarkt, waar Thrane als Nokia is, en Inmarsat als Vodafone.

De groeiende behoefte aan hogere snelheden en steeds meer dataverkeer, maakt dat de betrouwbare L-band voor communicatie via de satelliet niet meer toereikend is. Enkele nieuwe satellieten zijn nu beschikbaar gekomen die op de zogenaamde Ku-band tot 10 keer meer bandbreedte kunnen bieden (tot 20 megabit/seconde). Dit zorgt momenteel voor een ware revolutie, in onder meer de maritieme wereld. Immers, personeel aan boord wil via Facebook en Skype contact houden met het thuisfront en op de L-band kan dit enkel tegen zeer hoge kosten. Maar ook de reders die optimale vaarroutes willen communiceren en brandstofverbruik willen monitoren kiezen voor een uitbreiding naar de Ku band. Thrane heeft daar sinds kort een eerste systeem voor op de markt: Sailor 900 (de zogenaamde vsat technologie). Binnen enkele maanden heeft Thrane al een indrukwekkend marktaandeel weten te bemachtigen.

Inmarsat is al jaren een *provider* van de L-band, waarmee Thrane succesvol heeft samengewerkt. Inmarsat zal in 2012 de eerste van drie nieuwe satellieten lanceren. Deze door Boeing gefabriceerde satellieten functioneren op de Ka-band. Daar kunnen bandbreedtes worden bereikt tot 50 megabit/seconde, 2,5 keer meer dan de Ku-band en 20 keer meer dan op de L-band. Thrane is samen met het Engelse Cobham als enige door Inmarsat gevraagd om voor deze Ka-band nieuwe apparatuur te ontwikkelen. De verwachtingen voor communicatie op de Ka-band zijn hoog, want de voordelen voor de gebruikers zijn enorm. De overgang is te vergelijken met de analoge modem van 10 jaar geleden, naar glasvezel in uw woning.

Het management van Thrane dat wij in Denemarken ontmoette, overigens zelf een belangrijke aandeelhouder, bevestigde de potentie van de Ka-band vanaf eind 2012. Zij zijn ook erg enthousiast over de recente successen met de Sailor 900 vsat technologie op de Ku-band. Als '*handset provider*' profiteert Thrane optimaal van de huidige trend van verschillende spelers naast Inmarsat ('*netwerk providers*') die meerdere satellieten op de Ka-band willen gaan lanceren. De consument zal profiteren van meer, en vooral goedkopere mogelijkheden voor dataverkeer.

De belangrijke positie die Thrane nu al inneemt op de satelliet communicatiemarkt, maakt dat het voor de hand ligt dat zij een belangrijke en lucratieve rol kan blijven spelen bij deze ontwikkeling naar meer bandbreedte.

Vooruitzichten

Een terugkeer naar robuuste economische groei is in 2012 onwaarschijnlijk. De overheden hebben teveel geleend, centrale banken teveel geld gedrukt. Zodra de kans zich voordoet, zullen de centrale banken beginnen de rente op te trekken om inflatie tegen te gaan. Daarbij komt dat Europa de Euro-problemen nog steeds niet overtuigend aanpakt en het nog maar de vraag blijft of de Grieken in de Euro blijven. Tevens blijft het onderlinge vertrouwen tussen 's werelds banken vooralsnog uiterst fragiel.

Toch zijn er wel een paar lichtpuntjes. De verwachtingen zijn in diepe mineur, en de markt heeft veelal de tendens om in het negatieve door te schieten. Er zijn wel degelijk positieve signalen uit Amerika, maar ook vanuit Duitsland, waar nog nooit eerder zoveel mensen een betaalde baan hadden. Recente productiecijfers geven verder aan dat het economische tij misschien wel langzaam begint te keren. Voeg daarbij de enorme hoeveelheden geld langs de zijlijn die met een veel te mager rendement op (staats-) obligaties genoeg moeten nemen, en het is heelwel mogelijk om een flink positief scenario te schetsen.

Wij blijven hard werken aan het vinden, en op de voet volgen, van bijzondere ondernemingen, die ongeacht een positief of negatief economisch scenario kunnen groeien – jaar in jaar uit. De aantrekkelijke waarderingen in de markt geven ons reden om te verwachten ook de komende jaren goede investeringsresultaten voor u te kunnen blijven behalen.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	HSBC Smaller Europe Index	AEX Index	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 49%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 36%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 6%	+ 4%
1e kwartaal 2011	+ 1%	+ 1%	+ 3%	- 1%
2e kwartaal 2011	+ 5%	- 3%	- 7%	+ 1%
3e kwartaal 2011	- 15%	- 20%	- 18%	+ 4%
4e kwartaal 2011	+ 15%	+ 1%	+ 12%	+ 1%
2011	+ 3%	- 21%	- 12%	+ 6%
Sinds start *	+ 32%	- 21%	- 35%	+ 19%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND
CeWe Color	Duitsland
Aryzta	Zwitserland
Meda	Zweden
Simcorp	Denemarken
TGS-Nopec	Noorwegen

Verslag over het vierde kwartaal 2011
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2012 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

