

Verslag over het vierde kwartaal 2013

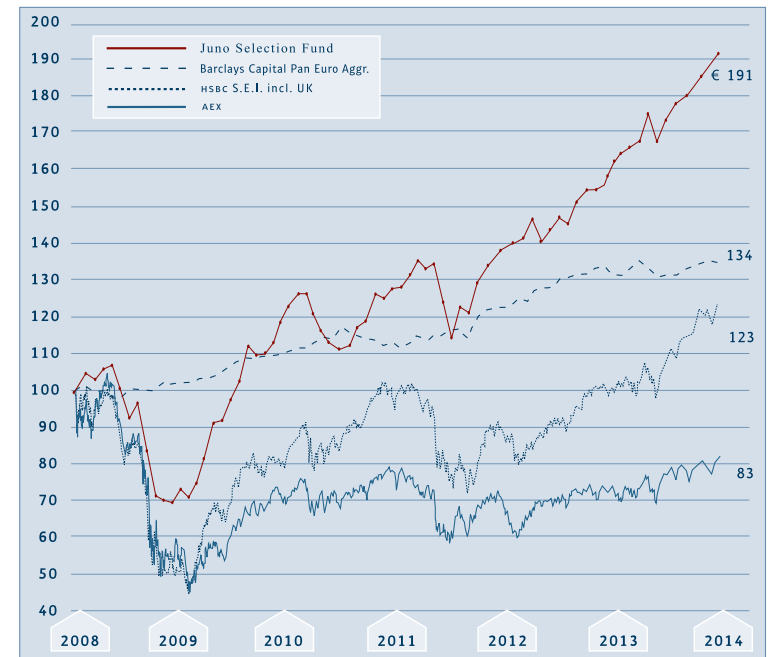
Verslag over het vierde kwartaal 2013

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 190,97** per participatie. Dat impliceert een stijging van 5,9% ten opzichte van het derde kwartaal en van 21,7% voor het gehele jaar 2013.

De Nederlandse AEX index steeg dit jaar met 17,2% en de HSBC Smaller European Companies Index met 29,1%. De Europese obligatie index, Barcap, steeg in 2013 met een magere 0,5%.

Na een periode van bijna zes jaar hebben we de waarde van het Juno Selection Fund vrijwel zien verdubbelen. Het geannualiseerde rendement komt daarmee op +11,4% per jaar.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Zolang de onderliggende winst conform onze verwachting stijgt en de koers niet te ver op de feiten vooruitloopt, houden we posities binnen de portefeuille aan. Zo ook met het Duitse Cewe Color. Cewe, dat haar naam vorig jaar veranderde in **Cewe Stiftung & co. KGaA** en door Juno in 2009 voor het eerst werd aangekocht.

Het bedrijf had net een grote transitie achter de rug. Het was van Europees marktleider op het gebied van de ontwikkeling van fotorolletjes veranderd in een bedrijf dat digitale foto's afdrukt en fotoboeken verkoopt. Juno had met het opbouwen van een positie gewacht op een interessant inflectiepunt: het punt waarbij de stijgende afzet van fotoboeken en digitale prints groter was dan de dalende aantallen traditionele fotoafdrukken.

Bij wijze van experiment was Cewe al in 2005 begonnen met het vervaardigen van de eerste fotoboeken. In dat jaar werden er 70.000 gemaakt. In 2013 loopt dat jaarlijkse aantal op tot boven de 5,5 miljoen stuks. De afgelopen acht jaar werden er in totaal in heel Europa 29 miljoen boeken door Cewe uitgeleverd.

Cewe wilde haar digitale drukpersen echter niet enkel voor de fotoboeken en het afdrukken van losse digitale foto's inzetten, maar ook de zakelijke markt gaan bedienen. Daartoe kocht het Viaprinto in 2010. Bedrijven konden met de Viaprinto software eenvoudig bedrijfsdocumentatie 'uploaden' en door Cewe laten drukken. Dezelfde digitale drukmachines die al gebruikt werden voor de fotoboeken, konden dit werk gemakkelijk erbij pakken. Met name in de rustige eerste negen maanden van het jaar, heeft dit een duidelijk marge-versterkend effect.

Echter, de zakelijke drukvolumes bleven lang te laag. Het moment was gekomen om het Europees marktleiderschap te gaan opeisen in het 'online drukken'. Om dat mogelijk te maken werd begin 2012 Saxoprint gekocht.

Saxo had in het lage-lonen gebied van Oost Duitsland een gloednieuwe offsetdrukkerij opgebouwd. Nu kon Cewe voor kleine print-jobs haar bestaande digitale drukpersen laten lopen en voor het grote werk, de offset printers van Saxo. De klanten kunnen het werk eenvoudig digitaal aanleveren. Waar het dan fysiek wordt gedrukt is hen om het even: hoofdzaak: het is snel, goed en laag geprijsd.

Bij ons bezoek aan Dresden deze winter, bezochten we de fabriekshallen van Saxoprint. We kregen een uitstekend beeld van de groei-, en marge-mogelijkheden die deze nieuwe markt voor Cewe biedt. Cewe's management kiest er bewust voor de kasstroom die vrijkomt uit de fotoboekenactiviteiten, in te zetten om Saxo en haar nieuwe eigen merk in online print, "Cewe Print", in heel Europa op de kaart te zetten. Het effect is dat de online print-organisatie nog verlieslatend is (-4 Mio naar schatting), maar wel een snel stijgende omzet toont van meer dan 60 Mio per einde 2013. Gezien de snelle opkomst van online print in Europa, is het mogelijk dat Saxo/Cewe Print al in 2015 zwarte cijfers gaat schrijven.

In 2013 werden steeds meer analisten en banken zich bewust van de belangrijke strategische stappen die Cewe had genomen. Dit deed de waardering van Cewe veel goed. De koers kon in 2013 met meer dan 37% stijgen. We denken dat er winstgevend groeimogelijkheden voor zowel het digitaal drukken, als de offset drukkerijen van Cewe zijn.

Sinds lange tijd heeft het fonds een positie in de Belgische producent van luxe lingerie **Van de Velde**. Zij ontwerpt, fabriceert en verkoopt een drietal merken: Prima Donna, Marie Jo en Andres Sarda. De verkoop loopt via eigen winkels en het wholesale (groothandel) kanaal, de verdeling van de omzet is respectievelijk 30% en 70%.

Het aantal gespecialiseerde lingeriewinkels in Europa en de VS, traditioneel de grootste klanten van Van de Velde, neemt af.

Om deze daling op te vangen heeft Van de Velde het 'lingerie styling'-concept ontwikkeld voor zowel hun eigen winkels als de kleinere wholesale partners. In dit concept neemt de paskamer de centrale rol in de winkels in, de verkoopsters zijn stylistes en ze worden getraind om het beste pasadvies te geven. Nog steeds is het zo dat vrouwen in 70% van de gevallen de verkeerde cupmaat dragen.

Mede als gevolg van deze initiatieven is het marktaandeel van Van de Velde in het Wholesale-kanaal al jaren stijgende, wat resulteerde in een lichte jaarlijkse toename van de omzet. Voor van de Velde is dit een erg lucratief segment met operationele marges boven de 40%.

Sinds 2005 is Van de Velde ook bezig met het openen van eigen winkels. Het assortiment bestaat maar voor de helft uit eigen merken. Aangezien retailkennis nog onvoldoende aanwezig was, besloot Van de Velde twee ketens over te nemen; het Amerikaanse 'Intimacy' en het Engelse 'Rigby and Peller'.

Op het moment van de overname van Intimacy in 2007, waren er drie winkels, hetgeen intussen is uitgegroeid tot vijftien. Wij denken dat ze in de VS naar minimaal dertig winkels kunnen doorgroeien. De negen Engelse Rigby & Peller winkels werden in 2011 overgenomen, waarna Van de Velde haar eigen bestaande Duitse winkels restylde naar het Rigby & Peller winkelconcept. Deze restyling is een succes en leidt inmiddels tot een sterke organische groei in de winkels.

Een relatief makkelijkere en snellere manier om te groeien in het retailkanaal is door middel van een franchise formule. In 2011 heeft Van de Velde zich ingekocht bij de Nederlandse franchiseformule 'Lincherie' met negenentwintig winkels aan het einde van 2013. Komend jaar wordt er ook in Duitsland een franchiseformule opgezet.

Voor haar retailkanaal heeft Van de Velde overigens de interne doelstelling om een minimaal rendement op kapitaal van 20% te halen.

Met een aandeel van meer dan 50% in de omzet is Prima Donna het grootste merk, en tevens de sterkste groeier. Voor Prima Donna gaat dit jaar de verkoop van een badmodelijn van start. De eerste bestellingen zijn duidelijk positief hetgeen tot een omzetsijging van 5% voor de gehele groep kan leiden. Marie Jo, het merk voor kleinere cupmaten, bleef een aantal jaar wat achter en om dit te verbeteren is er sinds 1,5 jaar een nieuw ontwerpteam aangesteld. We zien dat de eerste nieuwe collecties goed door de markt worden ontvangen.

De merken van Van de Velde zijn minder bekend dan bijvoorbeeld Victoria's Secret. Het antwoord hierop van de CEO van Van de Velde is dat een grote bekende concurrent niet schadelijk is, eerder positief. Door alle marketinguitgaven van concurrenten neemt de totale markt toe, waarvan ook Van de Velde profiteert.

Voor komend jaar verwachten we dat deze "groei-obligatie" (al jaren een stabiel dividendrendement van 6%), eindelijk weer een duidelijke omzet- en winststijging genereert. Het wordt tijd dat de strategische initiatieven uit het verleden tot bloei gaan komen.

Vooruitzichten

We laten een geweldig beursjaar achter ons. Vreemd genoeg een jaar waarin veel ondernemingen in de reële economie juist in heel zwaar economisch weer zaten. Waarderingen op de beurs lopen echter voor op de echte economie. De kernvraag voor 2014 is, of de verwachtingen voor economisch herstel niet te ver op de realiteit vooruit gelopen zijn.

Het wordt dus touwtrekken. Aan de ene kant de -in onze ogen- te optimistische verwachtingen voor de meeste Europese beursgenoteerde ondernemingen. Als hun resultaten tegenvallen, kunnen de koersen onder druk komen te staan. Aan de andere kant zien we de laatste weken de verkoopdruk op obligaties oplopen als gevolg van oplopende renteniveaus. De verwachting van verder stijgende rente maakt dat er nog meer geld uit dit segment zal worden onttrokken in 2014. Dat geld zal zijn weg naar andere investeringsmogelijkheden moeten vinden. Van alle alternatieven komen aandelen als meest aantrekkelijk naar voren.

Na bijna zes jaar zien we dat de waarde van het Juno Selection Fund nagenoeg is verdubbeld. De drijfveer hierachter is de aanhoudende solide groei in de winsten van onze Europese beursgenoteerde familiebedrijven. Die voorspelbare 10-15% groei per jaar zien we ook voor de komende jaren met veel vertrouwen tegemoet. We zijn daarom ook voor 2014 weer -voorzichtig- positief gestemd.

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%
2011	+ 3%	- 21%	- 12%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 10%	+ 11%
1e kwartaal 2013	+ 7%	+ 7%	+ 2%	+ 0%
2e kwartaal 2013	+ 1%	- 1%	- 1%	- 1%
3e kwartaal 2013	+ 7%	+ 13%	+ 9%	+ 1%
4e kwartaal 2013	+ 6%	+ 8%	+ 7%	+ 1%
	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
2013	+ 22%	+ 29%	+ 17%	+ 0%
Sinds start *	+ 91%	+ 23%	- 17%	+ 33%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Simcorp	Denemarken
Aryzta	Zwitserland
cts-Eventim	Duitsland
Cewe Stiftung	Duitsland
u-blox	Zwitserland

Verslag over het vierde kwartaal 2013.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2014 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

