

Verslag over het vierde kwartaal 2010

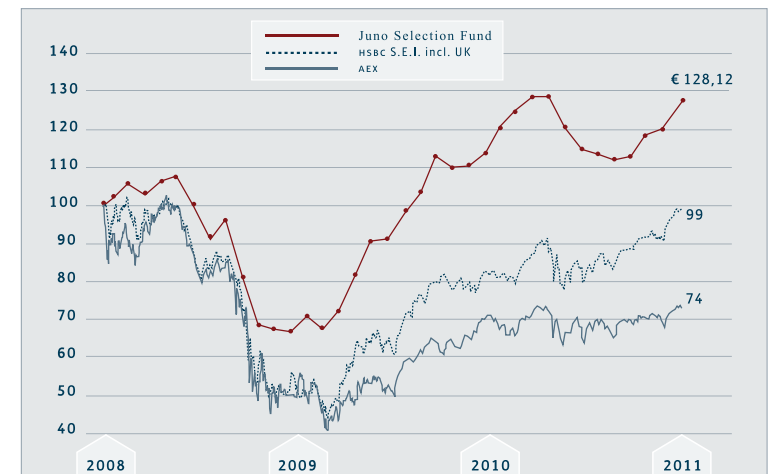
Verslag over het vierde kwartaal 2010

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december 2010, hebben we afgesloten met een koers van **€128,12** per participatie. De stijging in het vierde kwartaal bedroeg 13,2%. Voor het hele jaar 2010, staat de performance op een positieve 12,2%.

Nog belangrijker is de performance over een langere periode. Sinds de start van het fonds in januari 2008, is een positief rendement van 28,1% bereikt. Dat komt neer op een samengesteld rendement van 8,9% per jaar. Daarmee verslaan we niet enkel de indices, maar ook alle vergelijkbare Europese aandelen-fondsen die door Morningstar.nl en Lipper Fund Screener worden gevolgd en gerangschikt.

In het laatste kwartaal zagen we de koersen van onze belangrijkste participaties aantrekken. Dat was een reflectie van de goede onderliggende winstontwikkelingen. Dit toont eens te meer dat Juno geen perfecte *market-timing* heeft, maar dat op termijn de koersen wel degelijk de onderliggende waardecreatie binnen de deelnemingen volgen.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Precies een jaar geleden meldden wij u een nieuwe positie in het Juno Selection Fund, het Duitse **CeWe Color**. Dit bedrijf groeide binnen de portefeuille tot de grootste positie. Dit als gevolg van enkele additionele aankopen, maar vooral vanwege de sterke koersontwikkeling; CeWe steeg dit jaar, inclusief het dividend van € 1,05, met 52%.

Dat rendement is mede te danken aan een toenemend besef in de markt dat het bedrijf nu echt een punt kan zetten achter de transitie van analoge naar digitale fotografie. De steeds terugkerende herstructureringen hadden de resultaten vele jaren negatief beïnvloed. Daarnaast verkochten een tweetal buitenlandse grootaandeelhouders eindelijk hun gehele positie in 2010. Daarmee kwam een eind aan een lange periode van verkoopdruk bij lage handelsvolumes. De achtergrond van hun verkoop kennen we niet, maar lijken gelieerd aan hun beleggingsstijl, niet zozeer aan hun verwachtingen voor de ontwikkeling van CeWe.

Want die ontwikkeling van de CeWe organisatie loopt goed en bereikte in 2010 een nieuwe mijlpaal. Het tien miljoenste fotoboek werd verkocht in december. CeWe deed er vijf jaar over om dat aantal te bereiken. Over heel 2010 werden er naar verwachting ruim vier miljoen fotoboeken verkocht. Dit product blijft daarmee een flinke groei vertonen en is de aanjager van de stijging in de omzet en winst van de groep. De naamsbekendheid van het CeWe fotoboek en het gebruikersgemak van de software maken het een populair product, met marktleiderschap in Europa.

In het verleden gaven bedrijven als Kodak door hun research en investeringen, de fotobranche allure en groei. Zo doet CeWe dat vandaag met haar fotoboeken. De cyclus van oogsten en zaaien is al in volle gang, getuige de flinke toename in CeWe's marketing budget in 2010. Meer dan 3000 TV spots, vele internet campagnes en advertenties in bladen en kranten, zorgen voor nog meer naamsbekendheid, hetgeen resulteert in meer omzet en betere marges.

Met de prachtige sneeuw tijdens de traditioneel drukke vakantieperiode voor fotoboeken, zullen de printers en boekbinders bij CeWe in het vierde kwartaal overuren gedraaid hebben. We kijken daarom met vertrouwen uit naar de cijfers over het afgelopen jaar, die in dit 50^e jubileumjaar worden gepubliceerd.

In het begin van 2010 hoopten we op een minder grillig koersverloop voor **TGS-NOPEC** dan in 2009. Het tegendeel bleek waar met als oorzaak de olieramp met het boorplatform van BP, de Macondo, in de Golf van Mexico.

Op het moment dat de grootschaligheid van de ramp duidelijk werd, dachten velen dat dit voor TGS een gevoelig verlies van omzet zou betekenen voor 2010 en 2011. Immers, als er niet geboord mag worden, wordt er door de oliemaatschappijen ook geen seismische data ingekocht. Ook wij realiseerden ons dat op korte termijn de verkopen wel onder druk zouden staan, maar dat de lange termijn voor TGS niet in gevaar was. Olie raakt op en de vraag neemt steeds verder toe. De komende decennia blijft olie de belangrijkste vorm van energie.

Om aan die vraag te voldoen zullen in toenemende mate moeilijk winbare bronnen gevonden moeten worden, zoals op grote diepte onder de oceaanbodem. Daartoe is uitgebreide geologische informatie nodig om te besluiten tot (proef-)boringen. Waardevolle informatie die TGS levert.

Doordat TGS geen eigen seismische schepen heeft, maar de capaciteit inhuurt op het moment dat zij deze nodig heeft, is TGS weinig kapitaal intensief. Hierdoor bereikt het bedrijf stabielere marges en heeft het een veel geringer kapitaalsbeslag dan bedrijven die wel veel eigen capaciteit hebben, zoals bijvoorbeeld Fugro. Wanneer de olieprijs laag is hebben oliemaatschappijen minder geld beschikbaar om de data van TGS te kopen. In die situatie is TGS dan flexibel om haar kostenbasis te reduceren.

Met tientallen dure schepen op de balans zou dat niet mogelijk zijn.

Interessant feit is dat er op dit moment nog steeds veel nieuwe seismische capaciteit bijkomt op de markt. Een naïef effect van de periode dat de olieprijs rond de \$140 stond. De laatste maanden komen er toch weer berichten binnen van nieuwe bestellingen van seismische schepen voor 2013 en 2014. Dit is verbazend omdat er voor dit en volgend jaar nog steeds overcapaciteit lijkt te zijn. Voor TGS een perfecte ontwikkeling, want het inhuren van de seismische capaciteit blijft voorlopig goedkoop.

Wat de markt voor TGS diensten betreft, staan er in 2011 een paar interessante licentieronden op het programma, waaronder de uitgestelde ronde in de Golf van Mexico van 2010, Ierland, Indonesië en de westkust van Afrika. Bovendien is de Braziliaanse overheid bezig om naar verwachting licentieronden te gaan houden voor haar *pre-salt* gebieden. Verder heeft TGS een begin gemaakt met het in kaart brengen van de Russische wateren ten oosten van Spitsbergen, in de verwachting dat ook daar binnenkort licentie verkopen zullen gaan plaatsvinden.

Vooruitzichten

De grootste en wellicht bekendste Amerikaanse obligatiefondsbeheerder, Pimco, kondigde aan nu aandelenproducten op te gaan nemen in hun obligatie portfolio's. Dit, omdat zij blijkbaar de obligatiemarkt als weinig kansrijk zien. De rentes zijn zo ver gedaald, dat deze als gevolg van toenemende inflatieverwachtingen en verhoogde risico's van staatsschuld papier, eigenlijk alleen nog maar kunnen stijgen. In dat geval zal de waarde van obligaties, net als in de afgelopen maanden, opnieuw verder afnemen.

Ten tijde van oplopende inflatie en stijgende rente niveaus, zijn aandelen een aantrekkelijk alternatief. In ieder geval tot het moment dat de centrale banken actief de inflatie en economische groei beginnen te remmen. Voor het eerst in meer dan 20 jaar is nu bijvoorbeeld het dividendrendement op aandelen hoger dan het rendement op 10 jarige staatsobligaties. Bedrijfswinsten trekken weer aan en de waarderingen op aandelen zijn aantrekkelijk. Gezonde ingrediënten dus, voor een positief beursjaar.

Voor 2011 verwachten wij wel dat het koersverloop van de beurzen opnieuw wispelturig zal zijn. De onevenwichtigheden in de wereldeconomie nemen alleen maar verder toe. Het westen heeft en maakt nog steeds teveel schulden en de opkomende landen gaan steeds meer hun rechten opeisen. Dit spanningsveld kan bijvoorbeeld leiden tot verdieping van de eurocrises en toenemend protectionisme.

Juno blijft bedrijven selecteren die zo min mogelijk afhankelijk zijn van het economisch tij. De winsten van onze deelnemingen nemen jaar op jaar toe. Die voorspelbaarheid, hoge marges en grote vrije kasstromen, maken dat wij verwachten dat hun aantrekkelijkheid ten opzichte van alternatieven verder zal toenemen.

Wat betreft onze deelnemingen menen wij dat onze conservatieve verwachtingen voor de toekomst en de lage waarderingen op de beurs, volop ruimte bieden voor aantrekkelijke rendementen. Wij zullen uiteraard onze uiterste best blijven doen om wederom een goed rendement voor u te realiseren.

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
1 ^e kwartaal 2008 *	+ 3%	- 4%	- 8%
2 ^e kwartaal 2008	- 3%	- 8%	- 4%
3 ^e kwartaal 2008	- 19%	- 17%	- 22%
4 ^e kwartaal 2008	- 17%	- 29%	- 26%
2008 *	-33%	-48%	-49%
1 ^e kwartaal 2009	+ 8%	- 4%	- 12%
2 ^e kwartaal 2009	+ 26%	+ 29%	+ 17%
3 ^e kwartaal 2009	+ 23%	+ 23%	+ 22%
4 ^e kwartaal 2009	+ 1%	+ 2%	+ 8%
2009	+70%	+55%	+36%
1 ^e kwartaal 2010	+12%	+ 8%	+ 3%
2 ^e kwartaal 2010	- 10%	- 7%	- 8%
3 ^e kwartaal 2010	- 2%	+ 9%	+ 6%
4 ^e kwartaal 2010	+13%	+12%	+ 6%
2010	+12%	+23%	+ 6%
Sinds start *	+28%	- 1%	-26%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND	WEGING
CeWe Color	Duitsland	< 20%
Aryzta	Zwitserland	> 15%
TGS-Nopec	Noorwegen	> 10%
Meda	Zweden	> 10%
Van de Velde	België	< 10%

Verslag over het vierde kwartaal 2010.

Vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2011 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

