

## Verslag over het eerste kwartaal 2014

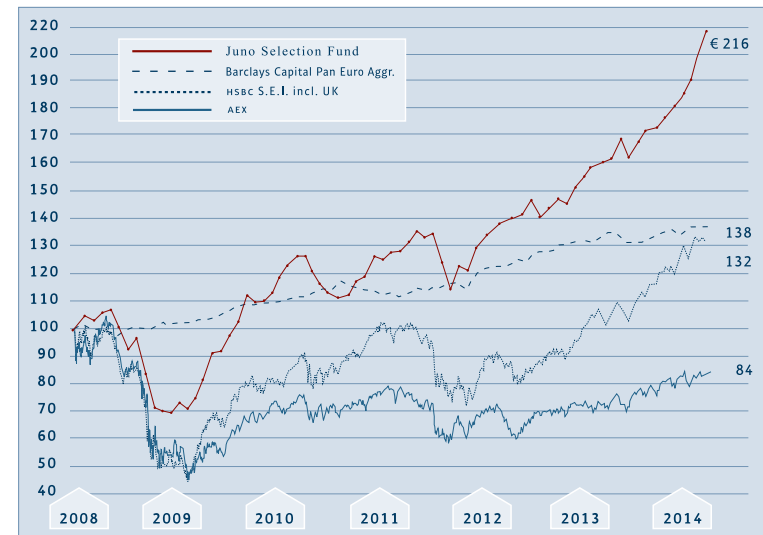
## Verslag over het eerste kwartaal 2014

### Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart 2014, hebben we afgesloten met een koers van **€ 215,58** per participatie. Een stijging van 12,9% ten opzichte van het vierde kwartaal 2013.

Zoals zo vaak de laatste zes jaar, was het eerste kwartaal niet alleen in absolute zin maar ook relatief gezien sterk. Juno kon zowel de AEX als de HSBC Smaller European Companies Index ruim voorblijven. Deze indices stegen respectievelijk maar met 0,4% en 6,7%.

Na een periode van meer dan zes jaar (het Juno Selection Fund ging van start op 11 januari 2008), behoudt het Juno Selection Fund de ruime voorsprong ten opzichte van alle indices. In die periode is het fonds meer dan verdubbeld in waarde: Juno staat op een mooi rendement van +116%. Het jaarlijkse rendement komt daarmee op +13,1% per jaar.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

In november 2009 kochten we voor het eerst een positie in het Duitse **CTS Eventim** ('cts') voor een koers van € 16,50. De koers van het aandeel is intussen bijna verdrievoudigd. Het bedrijf is sinds die eerste aankoop niet meer uit de Juno portefeuille geweest. De onderneming uit Bremen kon jaar in jaar uit de winsten verhogen. Over 2013 werd een recordwinst voor belastingen en afschrijvingen geboekt van 133,9 miljoen, ook bijna 3x hoger dan het niveau van vijf jaar geleden. Een perfect voorbeeld van hoe onderliggende winstgroei de koersen opstuwt.

Die mooie winststijgingen van het bedrijf komen voort uit drie factoren. Op de eerste plaats worden steeds meer toegangskaartjes voor concerten en sportevenementen verkocht via het internet. cts heeft een geweldig online systeem voor de verkoop van deze kaarten, waardoor de kosten van de traditionele verkoop via de sigarenboer en callcenters langzaam wordt uitgefaseerd. De marge op kaartverkoop via het internet is een factor 3 winstgevender.

Op de tweede plaats zien we dat artiesten steeds minder verdienen met de traditionele verkoop van hun repertoire op geluidsdragers zoals cd's. De opkomst van diensten zoals Spotify en iTunes heeft hun verdienmodel helemaal op zijn kop gezet. Daar waar een wereldtour vroeger een verliespost was om je cd te promoten, is die tour zelf nu het verdienmodel geworden. Concertzalen zitten vol, artiesten reizen zich helemaal suf. Prijzen voor de concerten zijn omhoog geschoten, maar daarnaast zijn ook de (gesigioneerde) T-shirts, Meet & Greet en een hotelovernachting met culinair arrangement populair onder de fans. De artiest pakt op alles een marge. cts organiseert de tour, huurt de locatie af en doet de verkoop van de kaarten.

Tot slot heeft cts de winstgevende groei voor een zeer groot gedeelte om kunnen zetten naar cash. Omdat het business model van de organisatie zeer weinig kapitaal verlangt, is er sprake van een zeer hoge vrije kasstroom.

Concertgangers betalen ook nog eens vooruit, hetgeen een negatief werkkapitaal oplevert. Deze cash heeft cts de afgelopen jaren ingezet om haar sterke positie in enkele Europese landen verder te verstevigen. Daarnaast zijn ook nieuwe landen via acquisities betreden, zoals recent Spanje en Frankrijk.

Hoewel cts een valse start maakte in de VS, doordat ze een arbitragezaak tegen Live Nation/ Ticketmaster verloor, achten we het zeer waarschijnlijk dat het in 2014 of 2015 een nieuwe poging gaat doen. Een nauwere samenwerking met het belangrijke evenementen bureau Anschutz Entertainment Group (AEG) is waarschijnlijk omdat dat bedrijf zal stoppen met het gebruik van de diensten van Ticketmaster. cts lijkt ook interesse te hebben in het opstarten van ticketverkoop in Zuid Amerika.

cts is een typisch Juno bedrijf: De oprichter is nog zeer actief en heeft 50,2% van de aandelen. Er is nauwelijks vreemd vermogen, hoge marges en uitstekende vrije kasstromen. De gezonde organische omzetgroei wordt stap voor stap aangevuld met slimme acquisities in geografische groeigebieden. We denken dat het bedrijf voorlopig nog niet is uitgegroeid en hopen over vijf jaar opnieuw terug te kunnen kijken op een soortgelijke succesvolle periode.

Hoewel dit verslag betrekking heeft op het eerste kwartaal, willen wij u kort op de hoogte stellen van een ontwikkeling bij een andere positie die al vele jaren een vast bestanddeel uitmaakt van onze portefeuille: **Meda**. Dit farmaceutische bedrijf uit Zweden heeft de afgelopen jaren een transitie ondergaan. In het verleden werd de vrije kasstroom ingezet om acquisities te doen en snel te integreren. De laatste tijd heeft het ook vol ingezet op organische groei. Hiervoor ligt de nadruk vooral op het veelbelovende medicijn Dymista, een neusspray tegen allergieën. Meda heeft nu twee aantrekkelijke aspecten: een hoge vrije kasstroom én enkele veelbelovende producten die een hoge organische groei kunnen brengen.

Meda werd in mei 2013 benaderd door Sun Pharma uit India, die interesse leek te hebben in een overname van het bedrijf. De gesprekken liepen echter op niets uit. Sindsdien heeft het Amerikaanse Mylan Pharma zich begin april 2014 gemeld. Ook zij zouden geïnteresseerd zijn om het Zweedse bedrijf te kopen. Het management en de Olsson familie, grootaandeelhouder van Meda, houden de boot vooralsnog af. De koers is wel snel opgelopen door alle berichten van de laatste tijd. Niet in de laatste plaats vanwege aanhoudend positieve verkoopcijfers van Dymista. In het volgende kwartaalbericht zullen we uitvoeriger stilstaan bij de ontstane situatie.

Bij Juno hebben we een sterke voorkeur voor voorspelbare en goed te begrijpen bedrijven. Het heeft daarom even geduurd voordat we een goede kennis hadden opgebouwd van de methodes en systemen die nodig zijn om elektriciteit in draadloze apparaten aan te sturen en te verdelen onder de componenten. Daaruit is voortgekomen dat we dit kwartaal een nieuwe positie hebben opgebouwd in het Duitse **Dialog**. Dialog is toeleverancier van power management chips. Na gesprekken met het bedrijf hebben wij een goed beeld kunnen krijgen van de markt voor deze chips en zijn wij overtuigd geraakt van de unieke positie van Dialog in een snel groeiende markt.

Het energieverbruik is op dit moment namelijk een van de grootste obstakels voor nieuwe generaties smartphones. De introductie van krachtigere processoren, grotere schermen, scherpere camera's, sneller internet en vele andere functionaliteiten in smartphones, wordt in grote mate beperkt door de gelimiteerde accuduur.

Hoe efficiënter Dialog's power chips de energie over de verschillende onderdelen van de smartphone verdelen, des te langer de batterij meegaat.

Er is wereldwijd maar een kleine groep experts die over de kennis beschikt die benodigd is om deze chips goed te kunnen ontwerpen. Men moet namelijk zowel expertise hebben op het gebied van analoge (de elektriciteit) als digitale (de chip) techniek. Dialog heeft op dit gebied de grootste concentratie kennis en ingenieurs.

De komende jaren zal er steeds meer vraag komen naar deze ingenieurs door enerzijds steeds complexer wordende smartphones en anderzijds de introductie van nieuwe categorieën draadloze accu-afhankelijke apparaten zoals bijvoorbeeld smart-watches.

Dialog leverde al enkele jaren alle power management chips voor de apparaten van Apple, maar sinds kort doet Dialog dit ook voor enkele toestellen van Samsung. Ook een derde grote smartphone producent gaat volgens Dialog binnenkort worden aangekondigd. Het marktaandeel van Dialog belooft meer dan 30%. Een concurrent van Dialog die wij recent spraken, gaf toe dat het lastig werd om Dialog nog in te halen. Op een omzet van € 650 M, wordt bijna € 115 M cashflow gegenereerd, na uitgaven van € 117 M aan R&D kosten. Dit heeft Dialog in staat gesteld de afgelopen jaren te investeren in enkele veelbelovende complementaire technologieën zoals "Quickcharge" (snel opladen van telefoon-accu's) en "Smart Bluetooth", energiezuinige Bluetooth technologie die het voor allerlei consumentenapparaten mogelijk maakt om draadloos met elkaar te communiceren.

Wij zien in Dialog een kwaliteitsbedrijf met interessante groeimogelijkheden tegen een aantrekkelijke prijs. De grote betrokkenheid van het management en het feit dat een kleine 10% van de aandelen in handen is van de medewerkers maakt bovendien dat we als aandeelhouder gelijksoortige belangen hebben.

## Vooruitzichten

De lage rentes op obligaties en deposito's zorgden voor een forse instroom van geld in de aandelenmarkten. Mede hierdoor konden koersen de afgelopen tijd flink aantrekken. De korte, maar sterke daling van de markten vanwege de Oekraïne-crisis, toonde aan dat de markt wel voorzichtig blijft en er weinig nodig is om beleggers winsten te laten nemen op enkele sterk opgelopen posities.

Zorgwekkender waren de teleurstellende winstdalingen bij de meeste Europese bedrijven gedurende 2013. De marktverwachtingen konden duidelijk niet waargemaakt worden. Met stijgende koersen en dalende winsten liepen koers-winstverhoudingen van de algehele aandelenmarkten in Europa verder op.

In dat licht ziet Juno de positieve winstontwikkelingen bij haar eigen deelnemingen als zeer veelbelovend. Hoewel ook bij het Juno Selection Fund de koers-winstverhoudingen enigszins opliepen in de afgelopen tijd, denkt Juno dat ze nog een zeer aantrekkelijke waarde bieden.

De grote onderwaardering van deze bedrijven ten opzichte van de eerdere jaren is voor een deel gecorrigeerd, blijven wij optimistisch over de verdere groeimogelijkheden van de onderliggende winsten en daarmee, op termijn, de stijging van de koersen van onze deelnemingen.

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%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 17%	+ 1%
Eerste kwartaal 2014	+ 13%	+ 7%	+ 0%	+ 3%
	-----	-----	-----	-----
<b>2014</b>	<b>+ 13%</b>	<b>+ 7%</b>	<b>+ 0%</b>	<b>+ 3%</b>
<b>Sinds start *</b>	<b>+116%</b>	<b>+ 32%</b>	<b>- 16%</b>	<b>+ 37%</b>

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelenposities

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

Verslag over het eerste kwartaal 2014.

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

Dit rapport is in april 2014 uitgegeven  
door Juno Investment Partners,  
beheerder van het Juno Selection Fund.

Villa Maarheeze  
Rijksstraatweg 675,  
2245 cv, Wassenaar, Nederland

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

