

FRANS JURGENS, MEDE-OPRICHTER JUNO INVESTMENT PARTNERS

Q&A

'Wij beleggen in bedrijven die hun kapitaal investeren in plaats van uitkeren'

Juno Investment Partners investeert in beursgenoteerde familiebedrijven met een hoge vrije kasstroom, voorspelbare winstgroei en bovengemiddelde rendementen op kapitaal. We spraken met Frans Jurgens, die Juno in 2007 oprichtte met compagnon Lennart Smits.

tekst: Karel Mercx



Frans Jurgens: 'Op lange termijn volgt de koers altijd de waarde van de bedrijven.'

Voor dat ons vraaggesprek begint, wil Frans Jurgens heel duidelijk onderstrepen dat Juno Investments Partners er zonder zijn mede-oprichter Lennart Smits nooit zou zijn gekomen. Dergelijke lof voor een compagnon hebben wij zelden meegemaakt in de financiële wereld, waar de ik-mentaliteit overheerst. De tweede positieve uitzondering op de regel is dat Juno het eerste beleggingsfonds is waar we geen Bloomberg-terminal aantreffen die op elk gewenst moment de jongste koersinformatie uitspuugt. Juno laat duidelijk de waan van de dag los en speelt het spel voor de lange termijn.

Jullie hebben dus geen real-time koersen?

'Nee, de aandelenkoersen lopen bij ons een kwartier achter. De valutakoersen zijn wel real-time. Een kleine anekdote. Wij beleggen in twee Zwitserse aandelen. Vorig jaar besloten de Zwitsersers om hun frank vrij te laten bewegen tegenover de euro. De frank ging met tientallen procenten omhoog en de aandelenkoersen gingen naar beneden. Onze vertraagde koersen gaven niet aan dat de aandelen naar beneden gingen, maar wel dat de waarde van de portefeuille omhoog ging omdat de frank flink aansterkte. Het leek of de totale portefeuille in een paar minuten tijd met ruim 5% omhoog ging. Dat was even hectisch, maar het is gebruikelijker dat het drie uur stil is omdat we jaarverslagen aan het lezen zijn.'

Wat is de invloed van de lage rente?

'Uit veiligheidsoverweging hebben wij nooit meer dan €100.000 bij onze bank State Street staan. Alles daarboven gaat automatisch naar een geldmarktfonds toe dat belegt in kortetermijnobligaties met een veilige rating. De rente die wij aan de bank moeten betalen is 40 basispunten en het geldmarktfonds levert niets op. Die beslissing is op dit moment niet lastig. Als de markten overgewaardeerd waren, zouden we meer cash moeten aanhouden. Gelukkig hebben wij dat probleem niet. We zijn daarom volledig belegd. De paar procent cash die we hebben is voor de liquiditeit van mensen die willen in- of uitstappen.'

Zijn de markten niet overgewaardeerd? De koersen staan in Europa hoger dan in 2011, terwijl de winsten sinds dat jaar zijn gedaald.

'Kijk naar de koersontwikkeling van de portefeuille. Zet daartegenover de grafiek van de ontwikkeling van de winsten. Beide lijnen lopen gelijk. Dit betekent dat het nu net zo interessant is om te investeren in ons fonds als in 2008. Aantrekkelijker zelfs, want in dat

jaar was de keuze beleggen in de tienjarige Duitse staatslening waar de belegger zonder risico 5% per jaar kreeg of het kopen van mooie groeiende bedrijven tegen een gemiddelde koers-winstverhouding van 16. Nu is de k/w nog steeds 16 en de rente op de Bund een paar tienden van procenten. U weet iets van financiële theorie af, zoals de inverse relatie tussen koers-winstverhouding en rente. Als u hoort dat de Bund op 0,3% staat en u krijgt de vraag of de k/w 10 is, 16 of 60, wat antwoordt

'Toen de Zwitsers hun frank vrij lieten bewegen was het hier even hectisch, maar het is gebruikelijker dat het drie uur stil is omdat we jaarverslagen aan het lezen zijn'

u dan? Ik zeg niet dat de k/w naar 60 moet, maar 16 is te laag voor dit klimaat.'

Een belegger moet pas oppassen als de koersen van het Juno Selection Fund sneller omhoog gaan dan de winsten?

'Zolang de gemiddelde winst van onze bedrijven per jaar in de dubbele cijfers loopt, doen wij ons werk en krijgt de belegger op een termijn van een paar jaar altijd rendement. De belegger moet kijken naar de waarde en niet naar de koers. Op lange termijn volgt de koers altijd de waarde van de bedrijven.'

Wat is voor jullie de belangrijkste reden om aandelen weer te verkopen?

'Structureel afnemend rendement op kapitaal in combinatie met een steeds hoger wordende pay-out ratio. Dit is de externe manier om intern te bekijken wat er in de bestuurskamer gebeurt. Aan het einde van het jaar is er nog een zak met geld over. Hier kan het management een aantal dingen mee doen, zoals investeren in het eigen bedrijf: nieuwe locaties, meer personeel, nieuwe machines. Een overname is een andere optie. Het management kan er ook voor kiezen om dividend uit te ke-

ren, en de laatste mogelijkheid is het inkopen van aandelen. Ons doel is om in bedrijven te beleggen die een rendement op kapitaal behalen van minimaal 15%. De bedrijven waarin we nu beleggen behalen een gemiddeld gewogen rendement van 27%. Dit is waarom wij willen dat de bedrijven die zak met geld opnieuw investeren. Als zij het geld aan ons geven, moeten wij heel hard werken om een investering te vinden waar we 27% rendement op behalen. Daalt het rendement op kapitaal, dan laat dat zien dat het bedrijf niet goed weet wat het met het geld moet doen dat er binnenkomt. Dit is een teken om het kapitaal ergens naartoe te verplaatsen waar het wel rendeert.'

KPN is toch een bekend voorbeeld?

'Klopt, KPN had besloten om een jaar aan kasstroom uit te betalen via een dividend. Bij de aankondiging van dit nieuws schoot de koers van KPN met zo'n 14% omhoog. Door uitgifte van schuld werd de balans groter en de winsten gingen naar beneden. Dit betekent dat het rendement op kapitaal naar beneden ging en de pay-out ratio ging omhoog. Ons doel is zoveel mogelijk risico uitsluiten.'

Hoe doen jullie dat?

'Vreemd vermogen is een risico. Onze bedrijven hebben een gemiddelde schuld van 12% van het balanstotaal, tegen een Europees gemiddelde van rond de 60%. De balans mag niet hard groeien. Wij beleggen in bedrijven met een voorspelbaar businessmodel, met producten waar ook vraag naar is als de economie tegenzit en met hoge marges na belasting. Het is ook belangrijk dat het bedrijf belasting betaalt, want de rekening van de belastingdienst komt op lange termijn altijd. De hoge marges zijn belangrijk omdat elk bedrijf wel een keer een tegenvaller heeft. Die tegenslag mag er niet voor zorgen dat de groei doelstellingen onder druk komen omdat het bedrijf niet meer kan investeren.'

Wat is de belangrijkste vraag die jullie aan het management van bedrijven stellen?

'Deze: "Jullie strategische stip op de horizon, ligt die daar nog steeds, of verandert de koers?" We vragen ons dan af of wij dat ook zien, en vergelijken de nuances en de woordkeuze met de vorige keer dat wij met ze aan tafel zaten. Maar we zullen nooit vragen wat ze voor het komende kwartaal verwachten.'

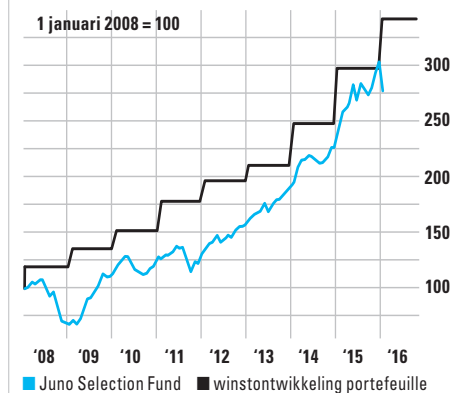
Waarom beleggen jullie niet in Nederlandse bedrijven?

Wij beleggen in 13 bedrijven, die wij uitkiezen uit een universum van 40 bedrijven die

FRANS JURGENS JUNO INVESTMENT PARTNERS

- 2007** Oprichter Juno Investment Partners
- 2005** Manager Midlin bij Teslin Capital Management
- 2000** Directeur Europa bij WP Stewart
- 1997** Manager Business Consulting bij Arthur Anderson
- 1994** Directeur Asset Management Europa bij Comgest
- 1990** Assistant portfolio manager UK Equities bij Brewin Dolphin

JUNO SELECTION FUND



Ondanks de koersstijging is de koers-winstverhouding niet opgelopen.

aan onze criteria voldoen. Sligro is het enige fonds dat op ons lijstje staat om constant in de gaten te houden. De foodservices-afdeling is sterk, maar we zijn minder enthousiast over de andere onderdelen van het bedrijf. Af en toe kijken we naar TKH. Dat is een mooi bedrijf, maar het heeft een divisiestructuur die het voor analisten moeilijk maakt om er doorheen te kijken. Het is daarom lastig te voorspellen hoe TKH dubbelcijferige winstgroei kan realiseren; het komt te veel aan op vertrouwen. Een ander bedrijf waar we in het verleden regelmatig naar keken, is Aalberts. Dat bedrijf opereert in een kapitaalintensieve en cyclische sector; ze zijn bijvoorbeeld toeleverancier van de auto-industrie. Aalberts had het in 2008 duidelijker wat lastiger dan anders. Wij kunnen dat niet voorspellen en blijven er daarom van af.'

Welke winstgroei denken jullie dat de onderliggende beleggingen dit jaar realiseren?

'We denken dat straks zal blijken dat de winstgroei in 2015 20% heeft bedragen.' <