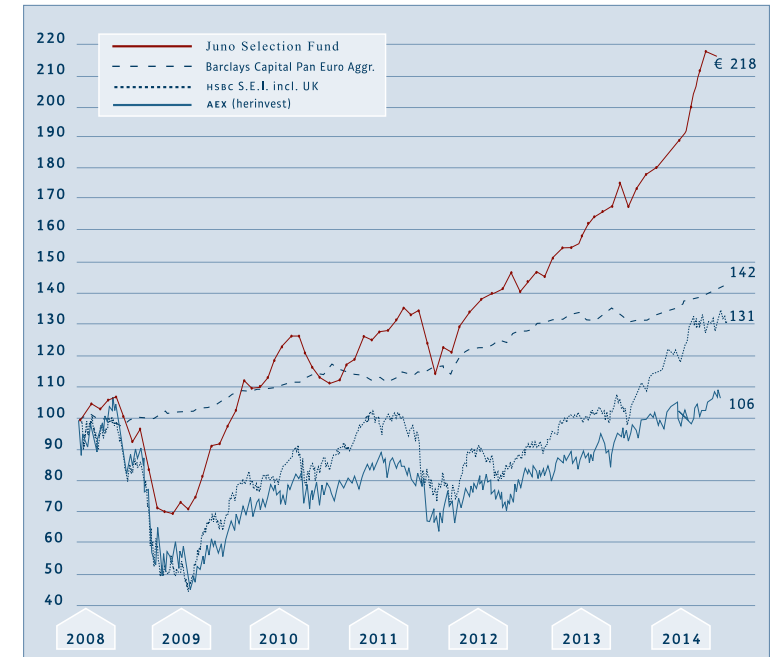


Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2014

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€218,12** per participatie. Nadat we het eerste kwartaal met een plus van 12,9% eindigden, bedroeg de stijging in het tweede kwartaal 1,2%. Voor de eerste helft van van 2014 komen we uit op een positief rendement van 14,2%.

De koersstijging van het Juno Selection Fund kan ook dit jaar de Europese aandelenmarkten weer voor blijven: de AEX (met dividend) steeg met maar 4,5% en de HSBC Smaller Europe Index met 6,5%. De afgelopen zes en een half jaar kon het Juno Selection Fund een uitstekend rendement tonen. Gemiddeld kon er een jaarlijkse stijging van 12,8% worden behaald. Dat is drie keer hoger dan het jaarlijkse rendement op de HSBC Index en veertien keer hoger dan de resultaten van de AEX (met dividend).



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Vorig kwartaal rapporteerden wij over een nieuwe positie in Dialog, producent van power management chips voor mobiele, accu-afhankelijke apparatuur. Eind juni werd bekend dat het Zwitserse AMS het initiatief heeft genomen een fusie met **Dialog** aan te gaan. AMS is producent van sensorchips die worden gebruikt in smartphones, om licht en bewegingen te meten.

Dialog lijkt alleen bereid om tegen een premie van ten minste 10% voor haar aandelen te willen spreken over een mogelijke fusie. Juno heeft AMS dit jaar al twee keer ontmoet en ziet Dialog liever onafhankelijk verder gaan, onder meer vanwege de duidelijk hogere groeiverwachtingen dan bij AMS. We wachten vooralsnog af hoe AMS de Dialog bestuurders en aandeelhouders wil overtuigen om toch in te stemmen met de voorgestelde fusie.

We hebben onze positie in **Tod's** heroverwogen. Het bedrijf heeft vorig jaar een transitieperiode ingezet om haar merken meer allure te geven en meer aansluiting te laten vinden bij de hoger, meer premium gepositioneerde concurrenten. Dit zou ervoor moeten zorgen dat naast schoenen, ook de lederen accessoires, zoals de marge-sterke handtassen, meer aftrek gaan vinden. Om dit te bereiken heeft Tod's modeontwerpers als Alessandra Facchinetti en Andrea Inconti aangetrokken. De indicatie vanuit de markt is echter dat deze nieuwe collecties door de traditionele Tod's klant minder goed worden opgepikt.

Bovendien is sinds afgelopen jaar Tod's omzetontwikkeling in China voor het eerst in lange tijd gestagneerd. Verminderd Chinees consumentenvertrouwen was hiervan de belangrijkste oorzaak, in combinatie met de positionering van het merk.

Wij blijven Tod's zien als een absoluut kwaliteitsbedrijf, echter de genoemde ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat wij de komende tijd Tod's liever vanaf de zijlijn volgen totdat we zekerheid hebben dat de huidige strategie echt aanslaat.

Nieuw opgenomen in de portefeuille is het Engelse **Abcam**. De naam staat voor Antibody Cambridge, het verkoopt antilichamen aan laboratoria. Het bedrijf met een huidige beurswaarde van 1 miljard Euro, werd in 2005 aan de Engelse beurs genoteerd, zeven jaar na de oprichting door Jonathan Millner. Het bedrijf staat vandaag nog steeds onder Millner's leiding en hij is, met 13,9% van de aandelen, een belangrijke aandeelhouder.

Antilichamen zijn eiwitten die door het immuunsysteem van het lichaam worden aangemaakt als reactie op een indringing door een virus of bacterie. Er bestaan honderdduizenden verschillende antilichamen die helpen bij de bestrijding van een virus. Abcam brengt haar producten op de markt waar deze worden gebruikt door researchers, maar niet in medicijnen.

Wereldwijd werken onderzoekers aan het beter begrijpen van de werking van cellen en het bestrijden van ziektes. Bij deze onderzoeken is het gebruik van antilichamen onontbeerlijk. Abcam is marktleider geworden doordat Millner al vroeg begreep dat iedere researcher graag vooraf wil weten hoe een product onder bepaalde specifieke omstandigheden reageert. Door het aanbieden van een breed scala aan antilichamen via een catalogus en via een uitgebreide webshop, werden de producten makkelijk toegankelijk. Maar vooral werden de ervaringen van de onderzoekers per verkocht antilichaam nauwkeurig vastgelegd en opengesteld voor alle klanten. Iedere researcher weet nu vooraf precies hoe het antilichaam zou moeten reageren tijdens het onderzoek.

Een buisje met antilichamen is te koop voor een paar honderd Euro, en kan binnen enkele dagen worden geleverd. De prijs is verwaarloosbaar gezien de totale kosten van een onderzoek. Het bestelgemak en de ervaringen van andere gebruikers, inclusief gepubliceerde medische onderzoeken, maakt dat de gebruikers uiterst loyaal aan het Abcam merk zijn.

Op dit moment is Abcam aan het investeren in zogenoemde monoclonal antilichamen (RabMAb). Deze antilichamen kunnen zich repliceren in een laboratorium-omgeving, waarbij ieder antilichaam een exacte kopie van het originele antilichaam is. Dit levert veel zuiverdere resultaten dan de tot nu toe gebruikte polyclonal antilichamen. Juno verwacht dat Abcam qua omzet organisch boven de 10% per jaar moet kunnen groeien, waarbij de groei van de duurere monoclonal producten op een termijn van twee jaren een uitgesproken positieve bijdrage zou moeten kunnen gaan leveren. De markt reageerde negatief op de investeringen die op korte termijn nodig zijn om monoclonal producten in de markt te zetten. Dat gaf ons na vijf jaren het bedrijf gevolgd te hebben, een mooi instapmoment.

De afgelopen paar maanden is er in de farmaceutische sector sprake van veel activiteit op het gebied van fusies en overnames. Dit werd mede veroorzaakt door een belastinghervorming die de Amerikaanse overheid per 1/1/2015 wil invoeren. Amerikaanse farmaceutische bedrijven proberen vóór deze datum hun buitenlandse tegoeden in te zetten om een grote buitenlandse partij over te nemen, al dan niet in combinatie met het verleggen van hun hoofdkantoor naar het nieuwe land (het zogenaamde 'inversion'). Repatriëring van de buitenlandse tegoeden naar de VS wordt met een 35% belastingtarief belast. Het fiscale voordeel is dusdanig groot, dat de Amerikanen bereid zijn flinke overnamepremies te betalen. Het door ons aangehouden Zweedse farmaceutische bedrijf **Meda** heeft tot tweemaal toe een bod ontvangen van het Amerikaanse Mylan Labs. Het management van Meda heeft in samenspraak met de familie Olson, grootaandeelhouder van Meda, vooralsnog een overname resoluut van de hand gewezen, maar het laatste woord is hierover waarschijnlijk nog niet gezegd.

Tot slot namen we afscheid van onze positie in **SDL**. Het proces van integratie van acquisities uit het verleden blijkt ingrijpender dan we hadden vermoed. De heroriëntatie die is ingezet onder leiding van oprichter Mark Lancaster en een rits nieuwe managers, gaat nog langere tijd duren.

Ondertussen is **SDL's** groeimotor, vertaalservices, tot stilstand gekomen. De voorspelbare groei die we hadden verwacht komt daarmee mogelijk in het gedrang. Om die reden hebben we voorzichtigheidshalve afscheid genomen van onze kleine positie.

Vooruitzichten

Sinds de zomer van 2013 schrijven we met enige regelmaat over de (te) hoog gespannen verwachtingen over de resultaten van meer cyclische Europese bedrijven. Recente grote winst-waarschuwingen geven aan dat onze angst niet ongegrond is.

De tegenhanger van dit haperende herstel in bedrijfswinsten is de extreem lage rente. Banken kunnen wel een aanvang maken om dat beschikbare geld in de economie aan het werk te gaan zetten. Tot die tijd zal de omloopsnelheid van het beschikbare geld laag zijn, en de inflatie daardoor ook. Het resultaat is een rentestand die nog een hele lange periode laag kan blijven.

De aandelenbeurs is een van de weinig overgebleven mogelijkheden tot het behalen van acceptabele rendementen. Koersen zijn al flink opgelopen, te ver voor sommige industrieën die sterk van een economisch herstel afhankelijk zijn. Selectie is daarom van groot belang. Wij blijven met onze keuze van zeer winstgevende en groeiende Europese familiebedrijven zeer tevreden, en verwachten bovendien dat hun aanhoudende winststijgingen zullen resulteren in verder oplopende koersen.

In dit kwartaalverslag treft u tevens het financiële rapport voor het Juno Selection Fund over het eerste halfjaar van 2014 aan. De daarin opgenomen informatie is niet door de accountant gecontroleerd.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smit

Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	HSBC Smaller Europe Index	AEX Index (reinvest)	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 20%	+ 1%
1 ^e kwartaal 2014	+ 13%	+ 7%	+ 1%	+ 3%
2 ^e kwartaal 2014	+ 1%	- 1%	+ 4%	+ 3%
	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
2014	+ 14%	+ 7%	+ 5%	+ 6%
Sinds start *	+ 118%	+ 31%	+ 6%	+ 41%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND
Aryzta	Zwitserland
cts Eventim	Duitsland
Simcorp	Denemarken
Stratec Biomedical	Duitsland
CeWe Stiftung	Duitsland

Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2014.

Vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 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